Ontario Securities Commission

Report on Mutual Fund Trading Practices Probe

March 2005

105-06773/

ONTARIO SECURITIES COMMISSION
REPORT ON MUTUAL FUND TRADING PRACTICES PROBE

CONTENTS

Executive Summary 1
Background 2
  Why We Conducted the Probe 2
  The Role of the Fund Manager 2
  Late Trading 3
    Differences With the U.S. 3
  Market Timing 4
Overview of the Probe 6
  How We Executed the Probe 6
  Phase One 6
  Phase Two 7
  Phase Three 7
Results 9
  Late Trading 9
  Market Timing 9
    Phase One 9
    Phase Two 10
    Phase Three 11
    Our Regulatory Response to the Phase Three Findings 15
Suggested Best Practices and Proposed Policy Responses 19
  Best Practices Guidance 19
  Proposed Policy Responses 19
Conclusion 22
Appendix I: Suggested Best Practices 23
Appendix II: Summary of Mutual Fund Industry Review by Regulators 27

Executive Summary

The mutual fund industry is an important component of Ontario's capital markets. Because of the unique advantages of mutual funds, such as professional management, diversification, liquidity and ease of access for the average investor, most Canadian households have made mutual funds their investment of choice. There are currently just under 2,000 prospectus qualified mutual funds offered for distribution in Canada with assets under management totaling $500 billion as at January 31, 2005.

The OSC's mandate is to foster fair and efficient capital markets and investor confidence in those markets and to provide protection to investors from unfair, improper or fraudulent practices. In keeping with this mandate, we launched a probe of the mutual fund industry in November 2003 in response to concerns that market timing and late trading practices, such as those that had begun to surface in the U.S., may be occurring in our market. Our approach reflected a recognition of our broader mandate as a securities regulator to be mindful of the impact the probe would have on various stakeholders. It had to be pursued differently than in the U.S. because, at the outset, we were not armed with inside information about trading practices in specific funds as was the case in the U.S.

As a result, the probe was planned and executed in three phases. Phase One of the probe began in November 2003 with a review of 105 fund managers selling mutual funds to the retail public in Ontario. We asked the managers to provide detailed information about their policies and procedures to detect and prevent trading abuses. In Phase Two of the probe, we requested a significant amount of detailed trading data from 36 of the 105 fund managers originally surveyed. The third, and final, phase of the probe included site reviews of 20 fund managers.

The probe was completed in December 2004. We did not uncover any evidence of late trading or evidence of market timing activity which continued after the start of the probe. However, at the completion of Phase Three, we referred five fund managers for enforcement action. We ultimately reached settlements with those five fund managers, which required them to pay $205.6 million to mutual fund security holders who suffered harm from market timing activities that occurred prior to January 1, 2004.

The probe has been an extremely intensive effort, from the standpoint of both the resources used and the volume of data reviewed. It was completed in a short period of time and on a scale that has never been undertaken by the OSC. In this report, we:

- provide background on the concepts integral to the probe
- provide a summary of how the probe was conducted
- describe the results of the probe, including the basis for recommending enforcement action
- outline suggested best practices and proposed policy responses.

We are presently considering a number of possible policy changes aimed generally at enhancing overall compliance and specifically at ensuring that market timing does not reoccur. We have begun consultations with stakeholders on these proposals.

Background

Why We Conducted the Probe

The OSC's mandate is to foster fair and efficient capital markets and investor confidence in those markets and to provide protection to investors from unfair, improper or fraudulent practices. As part of this mandate, we launched a probe of the mutual fund industry in November 2003 amid speculation that inappropriate trading activity may be taking place in Canadian mutual funds, as had begun to emerge in the U.S. Given the significance of the mutual fund industry in Canada, and having regard to the similarities between Canadian and U.S. markets and regulatory environments, we immediately recognized a need to examine our market to determine whether similar trading practices were prevalent in mutual funds sold in Ontario.

To find out what practices were occurring in our markets we had to take a different approach than that taken by U.S. authorities, given the difference in our respective mandates. The New York Attorney General, who launched the first investigation into market timing and late trading practices in the U.S., has a mandate to prosecute those who break the law. As a securities regulator, the OSC's mandate is broader and requires us to provide protection for investors, to promote the integrity of the capital markets and to foster confidence in them.

In structuring our probe, we realized we had to examine thoroughly the practices of our mutual fund industry. We also recognized the need to balance the interests of various stakeholders including the markets as a whole, the funds themselves, and of course the investors in those funds.

We considered a number of options to determine whether inappropriate trading activity was occurring in Canadian funds. It should be noted that, in contrast to the U.S. experience, we did not have information from insiders pointing to any wrongdoing by market participants. Given the absence of such information, we proceeded with a multi-phased approach to learn about industry practices, analyze specific data and assess it using a risk-based approach, which ultimately yielded results and met our objectives.

The Role of the Fund Manager

Mutual fund managers have a duty to act in the best interests of their funds and the investors who have invested their money in those funds. It is critical that managers fulfill that duty. A select group of investors must not be given preferential treatment to the detriment of others. All investors must be in a position to believe that their money will be treated with the utmost care by those in whose trust they are placed.

A mutual fund manager is required by Ontario securities laws to exercise the powers and discharge the duties of its office honestly, in good faith and in the best interests of the mutual fund. In so doing, it must exercise the degree of care, diligence and skill that a reasonably prudent person would exercise in the circumstances. Compliance with this duty requires that a fund manager have regard for the potential harm to a fund from investors seeking to employ trading strategies that may be harmful or disruptive to a fund and its other investors. In our view, it is a fund manager's responsibility to put in place policies, procedures and other mechanisms to monitor trading that could be disruptive or harmful to the funds and to take

reasonable steps to protect the fund from harm.

The trading practices that were the focus of our probe were:

- late trading
- market timing.

Late Trading

Late trading is illegal and occurs when mutual fund purchase and redemption (buy or sell) orders are received after the close of business but are given that day's price rather than the next day's price. Late trading violates National Instrument 81-102 *Mutual Funds* which requires that purchases and redemptions of fund securities be given a forward price, meaning the price next determined after the order to purchase or redeem is received. [1]

Mutual funds typically close for business at 4:00 p.m. ET and calculate their price (net asset value ("NAV") per security) within one to two hours of close on the basis of the most recent closing market price of the securities in their portfolios. Any purchase or redemption orders received in good order before 4:00 p.m. ET receive that day's price, and those orders received in good order after 4:00 p.m. ET are required to receive the next day's price.

As a result, unlike stock investors, mutual fund investors do not know the exact price at which their mutual fund orders will be executed at the time they place their orders. This "forward pricing" requirement assures a level playing field for mutual fund investors as no investor has (or at least is supposed to have) the benefit of "post 4:00 p.m." information prior to making an investment decision.

Differences With the U.S.

As is the case in Canada, U.S. mutual fund regulation also requires that mutual fund trades be forward priced. Despite this similarity, U.S. mutual funds currently are more vulnerable to exploitation by late traders having regard to the following differences between our respective laws and structures.

Canadian mutual fund law provides that an order to purchase or sell a mutual fund security is deemed to be "received" on a given business day, once the order is in the hands of the fund manager (or the principal distributor as agent for the fund manager). This is different from current U.S. regulation which permits an order to be deemed "received" once it has been placed with a broker or dealer, even though the fund manager has not yet received it. As a result, while a broker or dealer may have received a mutual fund order by 4:00 p.m. ET, this order may not actually be submitted to the fund manager or its transfer agent for processing until several hours later.

In Canada, the majority of mutual fund transactions are processed through Canadian chartered banks or the independent clearing agency, FundSERV Inc. The respective proprietary systems used by these entities to process fund trades are equipped with strict automated time-stamping mechanisms. All orders received through these systems after 4:00 p.m. ET are automatically

---

[1] Section 9.3 "The issue price of a security of a mutual fund to which a purchase order pertains shall be the net asset value per security of that class, or series of a class, next determined after the receipt by the fund of the order."

Section 10.3"The redemption price of a security of a mutual fund to which a redemption order pertains shall be the net asset value of a security of that class, or series of a class, next determined after the receipt by the mutual fund of the order."

batched in a pending queue to be processed the next day at the next day's price. This is different from U.S. practice where time-stamping with respect to the majority of trades is handled at the individual dealer firm level.

The above differences create the potential for late trading to be facilitated in the U.S. through intermediaries that sell fund securities. Given that a fund firm typically sets the price of its funds several hours after 4:00 p.m. ET, it is possible for an investor in the U.S. wishing to take advantage of market news released after 4:00 p.m. ET to submit a fund trade after that time to his or her dealer and, with the assistance of that dealer, still obtain that day's fund price.

In order to eliminate the potential for late trading in their funds, the SEC has proposed amendments to the rule under the *Investment Company Act* that would require a fund order to be received by the mutual fund – or its primary transfer agent or a registered securities clearing agency – by the time that the fund establishes for calculating its NAV (typically 4:00 p.m. ET) in order to receive that day's price. This amendment would establish a "hard" 4:00 p.m. close for the receipt of mutual fund orders in the U.S. similar to that which is already provided for in Canadian mutual fund regulation.

Market Timing

The market timing which was the focus of our probe involved short-term trading (i.e. the rapid trading in and out) of mutual fund securities to take advantage of short-term discrepancies between the stale values of securities within the fund's portfolio and the current market values of those securities.

Stale values can occur in mutual fund portfolios when the prices of securities upon which a fund's price is based do not take account of the most recently available market information. This is most common in mutual funds whose portfolios have a material component of foreign securities traded on markets which closed many hours before the close of North American markets (e.g. European, Asian, International and Global funds).

For example, the closing market price of foreign equities trading on an Asian market (which closed at 1:30 a.m. ET, for example) will have been determined 14.5 hours prior to the closing of North American markets and the time at which the fund holding those foreign equities calculates its NAV. Due to this lapse of time, the closing market price of the foreign equities used for the purpose of calculating the NAV of the fund may be stale. Consequently, the NAV of the fund (and its NAV per security) calculated on the basis of that closing market price may also be stale.

In addition, there is a strong correlation between price movements of equities on North American markets (as reflected in movements in the S&P 500 index, for example) on one day and price movements of equities on foreign markets on the following trading day. Consequently, if North American markets rally after the foreign markets have closed for the day, it is likely that the price of foreign securities will track the North American markets and rise the following trading day.

A market timer will attempt to take advantage of this information lag by trading in anticipation of these price movements. The market timer will therefore purchase mutual fund securities at a

NAV that reflects the stale price of the foreign securities and then sell the fund securities shortly thereafter, at a time when it expects foreign prices to have risen, causing the fund's NAV to rise accordingly.

While all market timing involves short-term trading, not all short-term trading constitutes market timing. Short-term trading may be carried out by an investor for a number of legitimate reasons, such as where a purchase is followed by a redemption necessitated by hardship or unusual circumstances. However, frequent short-term trading in a fund for the purpose of market timing, referred to in this report as "frequent trading market timing", can cause significant harm to a fund, which is borne by all investors remaining in the fund. Some of the types of harm that can result are:

- dilution of the value of other security holders' investments in the fund
- increased brokerage transaction costs
- inefficient management of a fund caused by maintaining cash or cash equivalents and/or monetization of investments to meet redemption requirements
- disruption to the portfolio manager's investment strategy.

These may impair the fund's long term performance. At the same time, the market timer may enjoy gains that are significantly higher than those earned by the longer term investors in that fund for the same period.

While frequent trading market timing by investors is not specifically prohibited, fund managers are subject to overriding responsibilities under Ontario securities law to act in the best interests of their funds. This includes taking reasonable steps to protect funds from harm that may be caused by frequent trading market timing activity.

Overview of the Probe

How We Executed the Probe

The OSC's probe into potential late trading and frequent trading market timing abuses in mutual funds began in November 2003. It was planned and executed in three phases with each of the three phases having a different objective. Phase One of the probe was the initial high level information gathering stage, Phase Two was the detailed analytical phase and Phase Three was the site review phase.

The probe was structured and conducted as a cross-branch initiative with participation from the Capital Markets Branch, the Investment Funds Branch, the Enforcement Branch and the Office of the Chief Economist. To ensure effective resolution of issues, a Steering Committee and a Working Group were convened. The Steering Committee included senior management and the Working Group was comprised of staff from each of the branches involved. We worked on a coordinated basis with the Mutual Fund Dealers Association of Canada and the Investment Dealers Association of Canada and other provincial securities regulators. Both of these Self Regulatory Organizations ("SROs") also launched reviews of their respective members.

Phase One

Phase One began in November 2003. The major objective of this phase was to gather information from the conventional mutual fund industry and assess whether Canadian mutual fund managers had effective policies and procedures in place to both detect and prevent trading abuses such as late trading and frequent trading market timing. The intent was to determine whether the abuses occurring in the U.S. could also be present in our markets.

The OSC sent a letter to all fund managers offering open-ended[2] retail mutual funds in Ontario. This included 105 fund managers domiciled not only in Ontario, but also in various other provinces of Canada. We asked each mutual fund manager to review its internal trading practices and assess whether improper trading practices were occurring within their organization, and to describe the investigative processes they undertook to respond to the letter.

We reviewed and analyzed the responses using the criteria set out below, and on that basis determined whether further follow up was required:

- quality of the response
- apparent lack of policies and procedures intended to detect and prevent trading abuses
- indication that some trading patterns warranted further review
- size of the fund manager, measured by assets under management
- use of FundSERV or the use of a proprietary internal trade processing system
- U.S. affiliate being the subject of an investigation by another agency
- significant manual processing.

Phase One allowed us to obtain a general overview of the processes in place at fund managers. However, in the absence of any trading data, we could not definitively determine whether any

[2] Open-ended funds are so-called because their capitalization is not fixed; they normally issue more securities as investors want them, and buy them back as investors want to sell them. In contrast, the capitalization of closed-end funds is fixed and their securities are generally readily transferable in the open market and are bought and sold like stocks. Given this fact, they are not susceptible to "stale" prices, and are therefore not targeted by market timers. Consequently, we did not include closed-end funds in our probe.

abusive trading practices were occurring. We therefore proceeded to Phase Two in order to obtain trading data for those fund managers that we believed were most susceptible.

Phase Two

In early February 2004, we initiated Phase Two of the probe by requesting more detailed information from 36 of the 105 fund managers originally surveyed. These 36 fund managers were selected through an analysis of the information they provided in Phase One based on the criteria outlined above, and also included a random sampling of fund managers.

Firms included in Phase Two were asked to submit a significant amount of detailed trading data for a two year period ending on December 31, 2003 ("review period"). The most significant component of the data requested for frequent trading market timing was a list of all "round trip" trades exceeding $50,000 during the review period. A "round trip" was defined as a purchase or a switch into a fund followed by a redemption or switch out of the fund within five business days. This data was requested for all categories of funds except money market funds, which by their nature, are intended to accommodate short-term trading[3]. A cutoff threshold of $50,000 was chosen to yield sufficient data to enable us to perform a meaningful analysis using a risk based approach. A five day time period was chosen because trading within this short duration of time was a reasonable indicator of potentially disruptive trading.

For late trading, we focused on transactions that were most susceptible to late trading by requesting a list of all trades of $50,000 or more that were backdated, manually processed, or that were processed outside of FundSERV after 4:00 p.m. ET.

We received and analyzed data totaling $83.8 billion of trades. We looked for trading patterns, relationships and other indicators that would require further follow up through on-site visits and the review of additional data.

Phase Three

In May 2004, we commenced Phase Three of our probe, which involved on-site reviews by joint Compliance and Enforcement teams at 20 of the 36 fund managers examined in Phase Two. The 20 site visits were executed over a number of months in three rounds of reviews.

In making our determination of which fund managers should be reviewed in Phase Three, we considered the following:

- indicators revealed as part of Phase Two
- information gathered by the SROs
- coverage of the mutual fund industry

Those fund managers that were part of the first round of reviews were selected primarily based on indicators revealed as part of Phase Two which, in our assessment, warranted deeper examination. We also considered information gathered by the SROs through their complementary probe questionnaires. Such information included the names of certain funds which were identified by some SRO members as possibly having been the target of frequent

[3] Money market funds are designed to be highly liquid and are often used by investors as a short-term "parking spot" for their cash while determining which funds to buy. They present no opportunity for capital gains as their security price is kept at a set level (e.g. $10) by distributing monthly income to security holders in cash or new fund securities.

trading market timing. The managers of those funds were subsequently included in rounds two and three of the reviews. And finally, in making our assessment of which fund managers to review, we also sought to ensure that the bulk of mutual fund assets under management in Canada would be reviewed.

Chart 1 illustrates the percentage of mutual fund assets under management[4] in Canada that were included as part of Phase Three of the probe.

Chart 1: Percentage of Assets Under Management in Canada Reviewed as part of Phase Three

Phase Three was the most intensive of the three phases and required a significant amount of co-operation from the 20 fund managers selected. We requested an extensive amount of documentation for a number of accounts and a sample of trades. We requested items such as:

- account opening documentation
- copies of all correspondence relating to specific accounts
- details of account trading histories
- copies of original trade order instructions
- additional data for certain accounts covering a longer trading period than the two years originally requested in Phase Two.

[4] Per the Investment Funds Institute of Canada (IFIC) statistics of Relative Position of Members – Mutual Fund Assets as at December 31, 2003

Results

Late Trading

To assess whether there was late trading occurring in our markets, we executed a significant number of procedures as part of the site visit work. A large number of trades were reviewed and traced to source documentation to ensure that investors were given the right price for their mutual fund purchases, based on the "forward pricing" requirement described above under "Background - Late Trading".

We focused on transactions that were most susceptible to late trading, which included backdated trades, error corrections and manually processed orders. For example, in the case of backdated trades we verified that these trades were done for a valid reason and that the fund was compensated for loss, if any. We found that backdated trades were commonly done to correct errors such as the client order being processed for the wrong fund, in an incorrect account or for the wrong dollar amount.

For trades that were manually processed, we confirmed that the order was processed at the correct price depending on the time the order was received for processing as evidenced by the time and date stamp. If orders were received after the close of business, we verified that the client was given the next day's price.

In contrast to what the regulators found in the U.S., we did not find any evidence of late trading in our probe.

Market Timing

Phase One

In Phase One, the 105 fund managers were required to confirm that they have effective policies and procedures in place to detect and prevent trading abuses in their funds. This phase did not involve the review of any trading data and consisted solely of the fund managers performing their own assessments of their internal processes to detect and deter improper trading practices.

We noted from our review of the 105 responses that:

- Frequent trading market timing activities, in varying degrees, had occurred in some funds. Some fund managers used a market timing definition that was broader than the definition included in the OSC's Phase One letter. For example, some defined it to include not only trading intended to exploit stale values of securities within a fund's portfolio (referred to in this report as "stale price arbitrage"), but also any short-term market movements or any short-term or frequent trading;
- Some fund managers became aware of frequent trading market timing activities as a result of conducting investigative procedures to respond to the OSC's Phase One letter, while others had already detected such trading activities through existing monitoring procedures prior to the OSC probe;
- The investigative procedures used by fund managers to respond to the survey varied significantly. Certain fund managers performed very limited investigative procedures such as holding discussions with their portfolio managers and their third party service providers.

Others performed significant substantive testing of the trading activity in their funds;

- Frequent trading market timing activity was identified by some fund managers through a review of exception reports using dollar thresholds that varied from $5,000 to $1,000,000 and time thresholds from five days to 90 days;
- Fund managers' policies and procedures in this area were not limited to market timing as referred to in the OSC's Phase One letter; they more generally applied to any type of short-term trading;
- Many fund managers that outsourced their transfer agency function to a third party service provider stated that they relied on the operational procedures and controls of their service provider. In some cases, in order to respond to our letter, the fund managers held discussions with these service providers to confirm the integrity of their operational procedures;
- Some fund managers indicated that they had adopted the fair value pricing policy developed by the Investment Funds Institute of Canada (IFIC) to address concerns regarding stale values of securities held within their funds. In some cases, fund managers reviewed their funds' portfolios to determine if any of them included securities that had stale prices;
- The types of corrective action taken by fund managers to prevent the recurrence of frequent trading market timing, once identified, included charging short-term trading fees, issuing warning letters that indicated that trading restrictions would be imposed, or closing the account; and
- Many fund managers indicated that they made significant enhancements to their monitoring procedures in light of the OSC's Phase One letter.

Although the responses to our Phase One letter did not reveal any systemic abusive practices, we identified some areas requiring further examination. Accordingly, we moved to a more focused examination of procedures and trading data of certain fund managers as part of Phase Two.

Phase Two

As part of Phase Two, we requested additional detailed information, mainly trading data, from 36 fund managers. To properly focus on the trading activities that might be problematic, we performed detailed analytical testing on the data we received.

The table below illustrates the tremendous volume of trading data we received in response to our information request: 58,000 trades, totaling $83.8 billion in redemptions in 9,900 investors' accounts across 1,340 funds. To ensure that we focused on the right activities, we had to filter out data that technically satisfied our "round trip" criteria as described above under "Overview of the Probe – Phase Two", but that in our assessment did not indicate trading that required further review.

Data Reviewed as Part of Phase Two of the Probe

Number of Fund Managers	Total Value of Redemptions ($Billion)	Total Number of Trades	Total Number of Accounts	Total Number of Funds	Fund Assets Under Management[5] ($Billion)
36	$83.8	58,000	9,900	1,340	$400

[5] See footnote #4.

Our analysis of the trading data reviewed in Phase Two revealed that all or a majority of the following indicators were present at some of the 36 fund managers:

- significant volumes of trading activity in global and international funds
- a number of accounts with high volumes of transactions
- a number of accounts with trading activity in large dollar volumes over a majority of the two-year period reviewed
- large volumes of backdated trades, manual trades or error corrections
- the existence of agreements with certain clients permitting them to engage in short-term trading within certain parameters.

These indicators, together with our objective of ensuring that the bulk of mutual fund assets under management in Canada would be reviewed, led us to determine that 20 fund managers warranted an on-site review.

Phase Three

The 20 fund managers targeted in Phase Three were asked to submit additional information and documentation intended to help us determine whether regulatory action would be warranted against any of them. This included trading data that extended beyond the two-year review period originally requested, in some cases going as far back as 1998.

We used a combined approach that included using a risk rating methodology for certain quantitative indicators and a qualitative assessment of other relevant factors. The results of this approach eventually pointed us to five fund managers that, in our assessment, warranted a referral for enforcement action.

Our risk rating methodology and the other relevant factors considered, are described below.

Risk Ratings

In our analysis of each of the 20 fund managers, we used a risk rating methodology, focusing on three risk areas: market timers' profits, gross management fees earned by the fund manager from allowing this type of trading activity and volume of redemptions. Each of the three risk areas was assigned a rating using a scale from one to five. A rating of one indicated that the quantitative factor was not present in any significant degree. Conversely, a rating of five meant that the quantitative factor was significant.

To determine the rating for each risk area, we performed detailed testing on certain accounts at each fund manager. These accounts were selected from the trading data submitted to us as part of Phase Two. Those accounts that had large volumes of redemptions in certain funds for the majority of the two year review period were included. We assigned a risk rating to each of the risk areas based on the results of the analytical testing performed on those accounts. The sum of the three risk ratings provided us with a total rating for each fund manager.

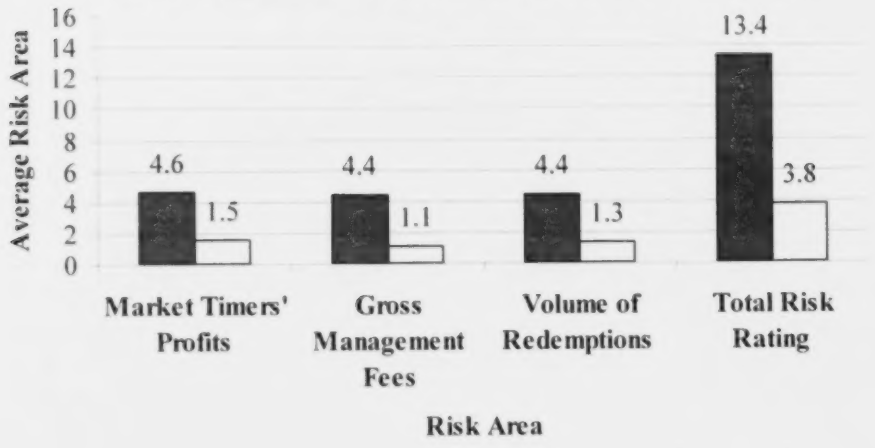
Table 1 includes the individual rating for each risk area as well as a total risk rating for each of the 15 fund managers that were not referred for enforcement action. Average risk ratings are given for the group of five fund managers that we referred for enforcement action.

Table 1: Risk Rating of Fund Managers Reviewed in Phase Three

Fund Manager	Market Timers' Profits					Gross Management Fees					Volume of Redemptions					Total Risk Rating (Maximum of 15)			
	Very High = 5	Moderate - High = 4	Moderate = 3	Moderate - Low = 2	Low = 1	Very High = 5	Moderate - High = 4	Moderate = 3	Moderate - Low = 2	Low = 1	Very High = 5	Moderate - High =4	Moderate = 3	Moderate - Low = 2	Low = 1	High (11 - 15)	Moderate - High (8 - 10)	Moderate - Low (5 - 7)	Low (0 - 4)
Average of 5 Fund Managers Referred to Enforcement	4.6					4.4					4.4					13.4			
Manager 6	3					1					3					7			
Manager 7	3					2					1					6			
Manager 8	2					1					3					6			
Manager 9	2					1					1					4			
Manager 10	2					1					1					4			
Manager 11	1					1					1					3			
Manager 12	1					1					1					3			
Manager 13	1					1					1					3			
Manager 14	1					1					1					3			
Manager 15	1					1					1					3			
Manager 16	1					1					1					3			
Manager 17	1					1					1					3			
Manager 18	1					1					1					3			
Manager 19	1					1					1					3			
Manager 20	1					1					1					3			

Chart 2 summarizes our Phase Three risk rating results. Our analysis revealed that, in terms of both degree and impact of frequent trading market timing activity, there was a marked disparity between those fund managers referred to enforcement as compared to those that were not referred to enforcement.

Chart 2: Comparison of Average Risk Rating for Referrals to Enforcement vs. Other Fund Managers



Overall, we found:

- The average risk rating for market timers' profits for those referred to enforcement was three times greater than the average of those not referred to enforcement;
- The average risk rating for gross management fees earned for those referred to enforcement was four times greater than the average of those not referred to enforcement;
- The average risk rating for volume of redemptions for those referred to enforcement was approximately three times greater than the average of those not referred to enforcement; and
- The average total risk rating for those referred to enforcement was three and a half times greater than the average of those not referred to enforcement.

Other Relevant Factors

Our Phase Three analysis also included a review of the measures taken by the fund managers to detect and deter frequent trading market timing activity. Some fund managers had measures in place well before 2003 to detect short-term trading and frequent trading market timing in their funds. They produced daily reports that showed a purchase or switch into a fund followed by a redemption or switch out of a fund within a specified period of time (typically a much shorter period than the 90-day short-term trading period disclosed in many fund prospectuses) to reveal patterns of short-term trading.

After detecting frequent trading market timing activity in their funds, some fund managers took active steps to discourage and ultimately stop the practice on the basis that it was disruptive to the management of the fund's portfolio, resulted in increased transaction costs for the funds, and consequently, was not in the best interests of the funds. The steps they took included:

- putting the account in which the short-term trading was being conducted on a watch list for further monitoring
- issuing warning letters to the dealer and/or the client engaging in the trading
- imposing a short-term trading fee
- prohibiting further trading, except for redemptions, by the account holder
- closing the account.

Some fund managers had escalation policies in place whereby potentially problematic trading activity was referred to a specific committee for review. That committee would then determine the appropriate course of action to deal with the trading activity.

Some fund managers used fair valuation techniques in some cases to try to reduce price discrepancies between the stale values of securities within a fund's portfolio and the current market value of those securities, thereby reducing the opportunities for stale price arbitrage.

Finally, we noted that, while certain fund managers simply declined to accept this type of business from potential market timers, certain others allowed it either by way of formal written agreements or tacit approval (i.e. by failing to take active steps to deter and ultimately stop the inappropriate trading activity). Such non-disclosed agreements would often set out certain parameters within which frequent trading market timing could be carried out (e.g. limits on amounts and frequency of trades). Such measures protected the funds from certain costs that were recognized by the fund managers. However, as our findings revealed, those measures did not protect the funds from all of the costs (and in particular dilution) resulting from the frequent trading market timing activities.

It is important to note however that, in contrast to the U.S. experience, the investors who engaged in frequent trading market timing activities were not insiders of fund managers.

These relevant quantitative factors, when considered in combination with the results of our risk assessment, pointed us to five fund managers that, in our view, warranted a referral to enforcement.

Originally we identified four fund managers that warranted a referral to enforcement. The information gathered as part of Phase One, the analytical testing performed on the Phase Two data submission and the completion of a site visit all supported this outcome. As a result of receiving additional information from the SROs, as part of their complementary probes, we determined that there were additional fund managers that were deserving of closer scrutiny. The SROs provided us with the names of certain funds that may have been the target of frequent trading market timing. This closer scrutiny resulted in additional on-site reviews which led to a fifth referral to enforcement.

Our Regulatory Response to the Phase Three Findings

Based on our findings from Phases Two and Three, we assessed what the appropriate regulatory response should be. We indicated throughout the probe that once Phase Three was completed we would take regulatory action, including enforcement proceedings, if necessary, to reaffirm investors' trust in the mutual fund industry.

In determining what response was appropriate, we considered the Commission's mandate to uphold the *Securities Act* (Ontario) which is to provide protection to investors from unfair, improper or fraudulent practices and to foster fair and efficient capital markets and confidence in those markets.[6] Enforcement proceedings pursuant to section 127 of the *Act* can be taken in order to assist the Commission in achieving this mandate. The Commission's jurisdiction in such proceedings is neither remedial nor punitive; it is protective and preventative, intended to be exercised to prevent likely future harm to Ontario's capital markets.[7]

Keeping in mind the Commission's mandate, in order to assess what regulatory action should be taken, we analyzed the following factors in combination, with no one factor being considered to be determinative:

- volume and frequency of the frequent trading market timing activity, measured by the number of round trip trades and total dollar amount of redemptions
- duration of the frequent trading market timing activity, measured by the number of months that the trading was allowed to continue
- the size of the profits realized by the market timers
- the existence of and type of agreements, if any with market timers
- the degree to which the mutual fund manager earned management fees from allowing this type of trading activity.

Our analysis indicated that, when viewed in combination, these factors were present most significantly in the five cases referred for enforcement action. In those cases, the fund managers failed to implement appropriate measures to fully protect the funds against all of the costs to those funds of the frequent trading market timing activity. We found this failure by those five fund managers to fully protect the best interests of the funds targeted by the market timers to be contrary to the public interest and deserving of review by the OSC.

Fund Managers Referred to Enforcement

With the objective of compensating investors who suffered harm from frequent trading market timing activities in the affected funds, we entered into settlement agreements with each of the

---

[6] *Securities Act*, R.S.O. 1990, c.S.5, section 1.1

[7] Re *Committee for Equal Treatment of Asbestos Minority Shareholders v. Ontario (Securities Commission)* (2001), 199 D.L.R. (4th) 577 (S.C.C.)

five fund managers that will result in a total of $ 205.6 million being distributed by the fund managers to affected investors in those funds.

The five fund managers will distribute the settlement amounts to the affected investors under the supervision of an independent consultant, in accordance with a plan of distribution to be approved by the OSC. The fund managers will be responsible for all costs of preparing and implementing the plan of distribution and distributing the settlement amounts. As well, the fund managers will ensure that the investors who were responsible for the frequent trading market timing activity do not receive any compensation.

In order to assist us in determining what amounts should be returned to investors, we reviewed academic and other literature concerning methodologies for quantifying harm to investors resulting from frequent trading market timing. We sought guidance from the U.S. experience, as well as input from internal and external experts. During the lengthy negotiations between the OSC and the five fund managers, various approaches to quantifying harm to investors were considered, debated and evaluated. Ultimately, the resulting settlement payments were a theoretical quantification of the harm caused to the relevant funds and the security holders of those funds arising from the frequent trading market timing activity.

The payments made by the five fund managers did not equate to the profits realized by the market timers. The reason for this is that not all of the profits realized by the market timers were from frequent trading market timing transactions, and the profit realized by the market timers did not equate to harm to other investors in the affected funds. Furthermore, in determining the amounts that should be paid by the fund managers, we recognized that it was not the fund managers themselves who profited the most from the inappropriate trading activity. While they did earn management fees on the market timers' investments in the funds, those fees were relatively minimal compared to the profits earned by the market timers. They were even less significant when considered net of trailer fees paid to Canadian dealers and other expenses.

Notwithstanding the fact that the five fund managers earned relatively modest sums of money from the frequent trading market timing activity compared to the profits realized by the market timers, the fund managers agreed to make payments to investors that were on average 40 times greater than the net management fees that they earned.

Chart 3 shows how substantial the amounts paid by each of the five fund managers are compared to the amounts they earned in management fees (net of trailer fees paid to Canadian investment dealers and other expenses) from market timers' investments in the funds. We are confident that these payments, combined with the reputational harm already suffered by the five fund managers, will act as a deterrent to all fund managers against future conduct that could harm fund investors.

Details of the settlement agreements concerning the five fund managers can be retrieved on the OSC website using the following links:
http://www.osc.gov.on.ca/About/NewsReleases/2004/nr_20041216_osc-mf-settlements.jsp
http://www.osc.gov.on.ca/About/NewsReleases/2005/nr_20050303_osc-franklintempleton.jsp

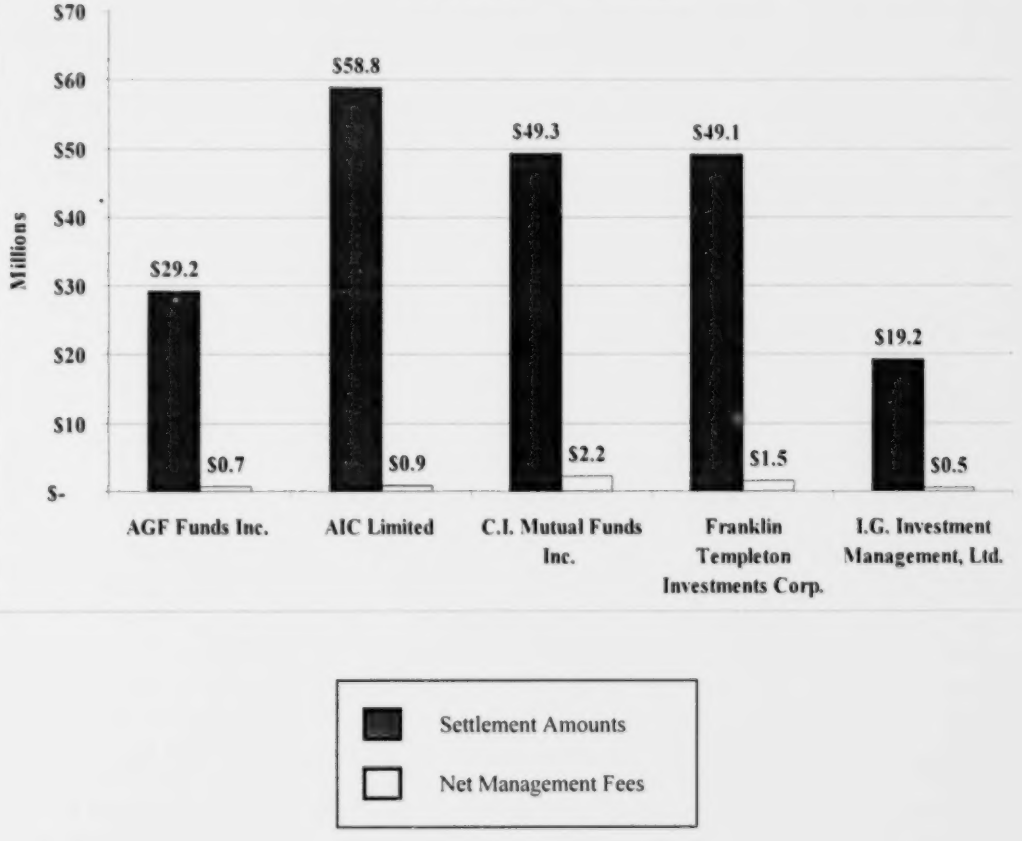
Activities of Market Timers
Our case against the five fund managers referred to enforcement was based on their failure to

protect fully the best interests of the affected funds. These fund managers had a duty to have regard to the potentially harmful impact of frequent trading market timing on a fund and its investors, and take reasonable steps to protect the fund from harm, to the extent that a reasonably prudent person would have done in the circumstances. In contrast, an investor in a fund, including a market timer, owes no duty of care either to the fund in which it invests, or to the other investors in that fund.

In addition, through the settlement agreements, we were able to secure reimbursement for the affected investors of the amounts lost by them as a result of the market timers' activities.

For these reasons, we did not pursue the market timers for their trading activities.

Chart 3: Comparison of Settlement Amounts to Net Management Fees Earned by Fund Managers



Fund Managers Not Referred to Enforcement

As illustrated in Table 1, we found some level of frequent trading market timing activity in certain funds managed by some of the 15 fund managers not referred for enforcement action. However, none of the factors indicating risk of harm to investors were found to be present in a material way. In addition, our consideration of other relevant factors led us to conclude that these fund managers had taken reasonable steps to identify and prevent harm to their funds and their investors. As a result, and as illustrated in Chart 2, the impact of the frequent trading market timing activity to investors in those funds was found to be minimal on a relative basis.

We are confident that the fact that these managers' systems and controls were subjected to an on-site review by joint Compliance and Enforcement teams, combined with the potential for enforcement proceedings that such reviews presented, acted as sufficient deterrents to future conduct that could harm investors in their funds.

Suggested Best Practices and Proposed Policy Responses

Best Practices Guidance

As we stated at the outset, a mutual fund manager is required by Ontario securities law to exercise the powers and discharge the duties of its office honestly, in good faith and in the best interests of the mutual fund using the degree of care, diligence and skill that a reasonably prudent person would exercise in the circumstances. It is a fund manager's responsibility to have policies, procedures and other mechanisms to monitor trading that may be disruptive or harmful to its funds and to take reasonable steps to protect the funds from harm.

In conducting the probe, another of our objectives was to learn more about the policies and procedures used by fund managers to monitor, detect and deter frequent trading market timing and late trading and, with that information, suggest best practices to address the concerns raised by these activities. The responses received and information gathered in Phases One through Three all contributed to meeting this objective.

We found that many fund managers had established policies and procedures to detect and deter short-term trading or frequent trading market timing. These policies and procedures had either been recently implemented or, where already existing, were being enhanced as a result of the regulatory and media scrutiny of these practices.

We noted that the policies and procedures established by fund managers to prevent late trading were more evolved than those relating to short-term trading. No late trading was detected by OSC staff during the probe, which suggests that the policies and procedures are mostly satisfactory and that the predominant use of FundSERV in Canada greatly limits the likelihood of late trading activities occurring.

Appendix I outlines our suggested best practices to assist fund managers in improving their existing practices and strengthening their compliance environment in the immediate term. In the near future, we will consider a number of possible policy initiatives aimed generally at enhancing overall compliance and specifically at ensuring that market timing practices do not reoccur.

The suggested best practices are not meant to be an exhaustive list of the controls and procedures that could be adopted by fund managers to mitigate the risk of frequent trading market timing or late trading activities. Each fund manager should consider its business operations and its fiduciary duty under section 116 of the *Securities Act* (Ontario) in implementing adequate and appropriate policies and procedures for its funds.

Proposed Policy Responses

Our assessment of the appropriate policy response to the mutual fund trading practices probe on late trading and frequent trading market timing has been shaped by the information we have gathered throughout the probe and an understanding of the regulatory initiatives taken in other jurisdictions in response to market timing activity. Appendix II summarizes the actions taken by other regulators.

We are beginning to consult with stakeholders on initiatives that we believe will serve to

enhance overall fund compliance generally and deter frequent trading market timing practices specifically, including:

- requiring all fund managers to have a compliance program
- mandatory short-term trading fee
- fair value pricing of portfolio securities
- enhanced prospectus disclosure

Compliance Program Rule

We are contemplating introducing a rule that would require all fund managers to implement an effective compliance program that includes written policies and procedures reasonably designed to prevent violations of securities legislation by an investment fund and its service providers.[8] In particular, the compliance program would have to specifically address how funds will monitor, detect and deter inappropriate trading practices.

Our objective is to strengthen the compliance environment through this rule to avert other practices that could be potentially harmful to fund investors.

In our view, this kind of rule would strengthen the focus on compliance and would assist fund managers in satisfying their fiduciary obligation to act in the best interests of their funds and protect the interests of all security holders. By clarifying the compliance obligations of the fund manager, the rule would strengthen the ability of fund managers and compliance personnel to enforce compliance with their policies and procedures. Our objective is that the rule would offer a reasonable degree of flexibility to fund managers to create compliance programs tailored to their own unique business model and needs.

Finally, the rule would complement the OSC's examination program for fund managers and for investment advisers, and would thereby enhance our ability to provide protection to investors.

Mandatory Short-Term Trading Fee

We have contemplated several measures to ensure that frequent trading market timing activities do not reoccur in Canadian funds. Our initial view is that a combination of measures will be the most viable way to protect against these practices.

We are considering introducing a requirement that all redemptions or transfers carried out within a specified number of days of the initial purchase of fund securities be subject to a mandatory short-term trading fee that would be paid to the fund. Similar to other proposed rules we have seen in other jurisdictions, the rule could allow for a minimal level of redemptions/transfers below which a fee would not apply. The rule could also exempt certain types of funds from the fee, for example funds that are meant to be traded frequently such as money market funds. In addition, the fee could be waived in situations of undue hardship or unusual circumstances to permit legitimate needs to be met.

Some of the issues we are considering in connection with this proposal are:

---

[8] All registrants are currently expected to have appropriate written procedures and policies to achieve compliance with securities legislation. The contemplated rule would focus on fund managers.

- ensuring that the fee level adequately compensates the fund for the dilutive effect of short-term trades and deters potential market timers, thereby protecting the interests of longer-term investors
- ensuring the short-term trading period to which the fee would be applied sufficiently captures trading which could be harmful to the fund
- permitting exemptions from the imposition of a mandatory fee, so as not to unfairly charge fees to investors who may legitimately require access to their money.

As noted above, we think this requirement may need to be implemented in combination with another policy response relating to fair valuation of fund portfolio securities. A mandatory short-term trading fee as a stand-alone measure may not serve as a sufficient deterrent to harmful trading practices. It may also be seen to absolve the fund manager of its overall responsibility to ensure these practices do not occur in its funds through the use of other available measures.

Fair Value Pricing
We are also contemplating introducing a requirement that a mutual fund fair value securities within its portfolio when significant events that could affect pricing occur before the fund's net asset value is calculated. This rule may be introduced in combination with a requirement for a mandatory short-term trading fee.

The major advantage fair value pricing would offer is the potential reduction of pricing discrepancies which market timers seek to exploit, which could limit (if not eliminate) opportunities for stale price arbitrage.

However, we recognize that fair value pricing is a process that incorporates some subjective elements. To structure a rule in this area, it is crucial that we understand the fair valuation methods currently used by some fund managers, internally or through third party service providers. We also recognize that a requirement to implement and administer a fair value pricing program would involve costs that may be borne by the funds. We need to carefully consider such cost implications and weigh them against the benefits of fair valuation.

Enhanced Prospectus Disclosure
We also expect that the prospectus disclosure rule, National Instrument 81-101, would need to be modified to prescribe additional disclosure relating to any new rules or requirements. For example, detailed disclosure of a fund manager's compliance program, short-term trading fees and fair value pricing policies would have to be made in the prospectus.

Conclusion

The probe into late trading and frequent trading market timing practices was concluded in December 2004 after an intensive, one-year review of the mutual fund industry that involved several branches of the Commission and coordination with Self Regulatory Organizations and the Canadian Securities Administrators.

We noted at the beginning of the probe that we felt it was our responsibility to gather the facts and then act on them. Gathering and analyzing information in three phases allowed us to draw a clear picture of the kind of trading practices that were occurring in funds during the relevant periods. It gave us a good sense of the measures that were available, and in many cases taken, to detect and deter practices that could be harmful to funds. It also revealed that substantial harm had occurred in some funds which we then took steps to address.

Overall, we believe that conducting the probe should lead to renewed investor confidence in the mutual fund industry. The settlement agreements reached with five fund managers resulted in $205.6 million being paid to investors who were harmed by frequent trading market timing activity. The right balance was struck in these cases, as the settlements should have the desired deterrent effect of preventing similar future harm to funds while at the same time specifically addressing the harm that was done to those investors.

In our estimation, the probe has also contributed to an enhanced compliance mindset among fund managers. The in-depth review of trading practices in the industry through the initial questionnaires, data analysis and site visits has given us an enhanced understanding of fund manager compliance processes and their overall compliance culture.

The information gathered throughout this exercise, as well as our understanding of the factors that contributed to the frequent trading market timing practices that caused us concern, will be valuable from a policy-making perspective. We can build on this understanding to develop policy that will further strengthen the compliance culture within fund managers and improve investor protection and confidence in the industry.

Finally, while the probe may have drawn some unwanted attention to the mutual fund industry, we trust that the industry will use this heightened interest to demonstrate its commitment to investors. In advance of the implementation of new policy initiatives designed to improve investor protection, we would expect fund managers to be taking proactive steps to ensure that frequent trading market timing activities, and any other conduct that could harm fund investors, do not reoccur. Such efforts should include a strengthening of their fiduciary culture and a renewed commitment to making the interests of fund investors paramount to their own. This is what fund managers should practice as fiduciaries and what investors have a right to demand from them.

Appendix I: Suggested Best Practices

		Best Practices
Short-Term Trading	**Role of Senior Management** Senior management of the fund manager is responsible for the overall compliance department. Accordingly, senior management should be involved in the development and implementation of policies and procedures.	Senior Management should be involved in the development and implementation of the policies and procedures, including: ➢ the approval of the policies and procedures related to short-term trading, frequent trading market timing and other harmful trading ➢ the delegation of responsibilities to the appropriate personnel and/or operational teams for the administration of the policies and procedures ➢ the communication of the policies and procedures to all employees, officers and directors of the fund manager ➢ the creation of an effective and timely reporting structure to address compliance issues related to the policies and procedures ➢ the establishment and imposition of penalties for non-compliance with the policies and procedures ➢ ensuring that the policies and procedures are reviewed on a periodic basis (not less frequently than annually) and revised, if necessary
	Written Policies and Procedures Each fund manager should develop and enforce written policies and procedures for dealing with investors that conform to prudent business practice. The policies and procedures should be in sufficient detail, be updated on a periodic basis and be made available to all relevant staff. In addition, the relevant regulatory requirements should be outlined in the policies and procedures. Written policies and procedures contribute to an effective compliance environment	The following should be considered for inclusion in the documented policies and procedures: *General* The funds' policies and procedures should include examples of short-term trading and/or frequent trading market timing activities and list the criteria used to determine whether trading qualifies as short term trading or market timing (for example, the number of switches per month, the number of days between trades and the types of funds being traded). *Monitoring Controls* Monitoring policies and procedures should be developed and documented to detect short term trading and other suspicious trading patterns within investor accounts, including: ➢ dollar thresholds used to monitor trade transactions ➢ time periods in which trading should be monitored ➢ a listing, updated periodically, of mutual funds susceptible to frequent trading market timing and which should be subject to monitoring procedures; funds with significant portfolio holdings in securities that trade on global or international markets should be included ➢ the identities of individuals or operational teams responsible for monitoring procedures ➢ the types of reports generated on a daily, weekly and/or monthly basis to identify accounts engaging in short-term trading and the individuals responsible for the review thereof ➢ the use of watch lists or system flags to monitor future trading of clients identified as potentially engaging in inappropriate short-term trading ➢ procedures for escalating the review of accounts identified as short-term traders to individuals with decision making authority *Communication with Market Timers* Policies and procedures should be developed for communicating with market timers, including: ➢ the form of communication to market timers and dealers when accounts are identified as engaging in frequent trading market timing, such as written letters ➢ disclosing the consequences of frequent trading market timing such as fees, warning letters or account restrictions

		Best Practices
Short-Term Trading		*Dealing with Market Timers* Policies and procedures should be developed for dealing with market timers, including: ➢ procedures over the charging of short-term trading fees, if applicable ➢ the ongoing review of accounts previously identified as market timers to determine whether excessive trading has ceased ➢ procedures over closing or restricting accounts from further trading or applying other sanctions ➢ procedures to detect other accounts held by market timers within the fund family
	Prospectus Disclosure Mutual fund prospectus disclosure is governed by National Instrument 81-101 which requires all disclosure to be presented in plain language and in a readable and comprehensible format. Fund managers should ensure that their disclosure adequately and clearly describes the policies relating to short-term trading. Fund managers should review their prospectus disclosure in this area and ensure that it is amended, if necessary, to reflect actual business practices.	The following should be considered for inclusion in the prospectus disclosure: ➢ the fund manager's position on short-term trading and whether it applies to some or all of the funds offered by the manager ➢ the criteria applicable to short-term trades or switches, including the number of days between the purchase/switch in and the redemption/switch out to qualify as a short-term trade ➢ the penalties applicable to short-term trades - for example: short term trading fees or account restrictions ➢ whether the penalties are mandatory or at the discretion of the fund manager. For discretionary penalties, a description of the circumstances under which such penalties will be waived or imposed
	Ongoing Monitoring and Review of Short-Term Trading Activity As outlined in the written Policies and Procedures section above, monitoring controls should be developed to detect short-term trading so	Some suggestions for effective monitoring controls are listed below: ➢ produce system generated reports containing specific information extracted from the transfer agency system that will identify potential frequent trading market timing. Information may be extracted based on a pre-determined dollar threshold amount, the number of transactions within a specified period of time, the holding period of trades, and/or the funds being traded (with particular attention on global and international funds) ➢ reports should contain specific useful information, such as the name of both the dealer and investor, the value of the transactions, the holding period, and the names of the funds being transacted ➢ reports should be reviewed by a designated group or individual and there should be documentation of such review

		Best Practices
Short-Term Trading	that appropriate action can be taken to stop the activity and prevent it from recurring. For monitoring to be effective, it should occur in a timely manner and provide useful information.	➢ accounts identified as potential market timers should be further scrutinized to determine if the trading activity is reasonable. This may include a review of the trading history of the investor and the related account(s). The review should be performed in a timely manner and as close as possible to the trade date. Internal guidelines may be developed which outline the timeframe for the follow-up ➢ criteria and decision making tools should be developed to assess the differences between appropriate trades and those that are inappropriate. Suitable trades may include those that are executed for account rebalancing purposes, those exercised by way of rights of rescission, those that are part of an asset allocation service, and those that were required for valid cash flow purposes due to unanticipated situations ➢ if frequent trading market timing activity is still suspected, the account should be flagged, placed on a watch list or otherwise highlighted by the fund manager for continual monitoring and the imposition of sanctions, if necessary ➢ flagged accounts should be dealt with promptly and escalated to the appropriate decision making level ➢ depending on the fund manager's practices and, in accordance with its prospectus disclosure, the manager may send warning letters, apply short-term trading fees or restrict the account from making further purchases in particular funds ➢ flagged accounts should be continually monitored to ensure they have been redeemed entirely and closed or, if still open, do not reappear on short-term trading reports. If so, more extreme action may be required such as closing or freezing the account or imposing additional fees
	Follow Up Procedures In addition to the monitoring procedures carried out by a fund manager, there may be instances where follow up is required with the dealer or the investor. Clear communication with dealers and investors on the fund manager's position related to frequent trading market timing will minimize the incidence of such trading occurring in the funds.	Suggested practices include: ➢ contacting the dealer when accounts have been identified as engaging in inappropriate trading ➢ collecting further information surrounding the transaction, if needed, to assess whether sanctions are required ➢ advising the dealer to discuss with the client the transaction and any consequences arising from it ➢ reviewing other client accounts which are serviced by the dealer to ensure there are no similar inappropriate trading patterns ➢ all correspondence with dealers and clients should be properly reviewed and filed ➢ where applicable, fees levied should be charged appropriately and consistently for all client accounts meeting the fund manager's criteria for short-term trades ➢ all fee calculations, whether manual or system generated, should be reviewed and approved to ensure they are for the correct amount and are being applied to the correct fund(s) ➢ summaries of inappropriate trading and the action(s) taken should be provided to senior management on a regular basis

		Best Practices
Short-Term Trading	**Internal Audit** For fund managers with an internal audit function, this is an effective way of assessing adherence with the documented policies and procedures.	Internal audit may test compliance with the fund manager's standards on short-term trading by evaluating them against actual investment transactions. Such testing may reveal areas where controls need to be enhanced or developed. All findings should be reported to senior management who should ensure that any necessary corrective action is taken in a timely manner.
Late Trading	Many of the suggested practices outlined for short-term trading can also be applied to late trading, especially those relating to the Role of Senior Management in establishing policies and procedures.	Other suggested practices include the following: ➢ all employees involved in trade processing should clearly understand the policies and procedures and the regulatory requirements, including Parts 9 and 10 of NI 81-102 ➢ trades received for manual processing, such as those via mail, fax or courier, should be date and time stamped promptly upon arrival at the order receipt office of the mutual fund ➢ mechanisms used for date and time stamping should be subject to access controls so that only authorized individuals can use and alter the date/time ➢ quality control reviews should also include assessing whether the trade was received prior to the cutoff time, if processed that day ➢ imaging systems with built in date and time stamps can ensure that trades are processed on the appropriate day and at the correct price ➢ if relying on a third party service provider, review the Report on Key Internal Controls and Safeguards (Section 5900 report) to ensure there are no issues surrounding trade processing ➢ internal and external auditors may perform a review of the procedures, including testing a sample of trades ➢ ensure prospectus disclosure clearly outlines the trade cutoff time and that orders received after this will not be processed until the following day ➢ ensure that appropriate supporting documentation is received and maintained for error corrections and backdated trades ➢ ensure that there is a process in place to compensate mutual funds or investors for any gain/loss as a result of backdates or error corrections

Appendix II: Summary of Mutual Fund Industry Review by Regulators

Regulator	Status	Time period reviewed	Investigative tools	Scope	Findings	Penalties or Actions Required of Registrants	Other actions taken by Regulators
OSC	Completed	Initially January 2002 to December 2003	Questionnaires Analysis of Detailed Information On-site reviews	105 fund managers 36 fund managers 20 fund managers	No Late Trading, Market Timing	Settlement agreements reached with five fund managers resulting in a total of $205 6 million being returned to investors that were harmed by frequent trading market timing activity The 5 fund managers will pay for the distribution of the funds to unitholders under the supervision of an independent consultant, and under a plan approved by the OSC	Proposed new policy initiative to enhance overall fund compliance and deter frequent trading market timing activities by requiring all fund managers to have a compliance plan, and considering initiatives regarding mandatory short-term trading fees and fair value pricing of the funds' portfolio securities
FSA	Completed	January 2003 to September 2003	Questionnaire On-site inspections	31 fund managers 25 fund managers	No Late Trading, Market Timing	Fund managers to calculate effects of market timing and compensate funds It is estimated that this totals less than 5 million pounds	Moving ahead with package of reforms to the regulation of funds in the UK (CP 185) These will provide clarification on the measures available to deter market timing Amendments implemented to rules providing guidance on the use of fair value pricing
SEC	On-going	Initially, January 2001 to August 2003	Letter requesting extensive information On-site inspections	88 of largest mutual fund complexes 34 brokers/ dealers Some transfer agents A large number of the above firms were subjected to on-site reviews	Fund managers, broker/dealers and others have been formally charged with trading abuses including market timing and late trading	Settlements have been reached with firms totaling over 3 billion dollars in restitution and penalties A distribution mechanism is to be put in place by firms to compensate security holders for losses sustained	Proposed new rules for the mutual fund industry surrounding late trading and market timing activities, including rule requiring compliance programs for funds and fund managers Enhancements also made to rules on corporate governance of funds
IDA	On-going	January 2002 to December 2003	Questionnaires On-site inspections	All members	No Late Trading, Market timing	Settlements have been reached with three firms totaling $41 4 million The 3 firms are required to set up internal committees to consider how to identify and address emerging issues.	n/a
MFDA	On-going	January 2002 to December 2003	Questionnaires On-site inspections	All members	No Late Trading, Market timing	A settlement has been reached with one firm totaling $5 35 million The firm is required to set up a distribution mechanism to compensate investors affected by market timing activities The firm is required to implement additional procedures for reporting to their Board on the status of compliance with MFDA by-laws rules and regulations and applicable securities laws	New rules under consideration

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Rapport sur l'examen des pratiques commerciales relatives aux fonds mutuels

Mars 2005

COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DE L'ONTARIO
RAPPORT SUR L'EXAMEN DES PRATIQUES COMMERCIALES RELATIVES AUX FONDS MUTUELS

TABLE DES MATIÈRES

Sommaire 1
Contexte 3
- Motifs justifiant l'examen 3
- Rôle du gestionnaire de fonds 3
- Opérations tardives 4
  - Différences avec les États-Unis 4
- Répartition des titres 5

Aperçu de l'examen 8
- Modalités de réalisation de l'examen 8
- Première étape 8
- Deuxième étape 9
- Troisième étape 10

Résultats 12
- Opérations tardives 12
- Répartition des titres 12
  - Première étape 12
  - Deuxième étape 13
  - Troisième étape 14
  - Notre réponse d'ordre réglementaire aux conclusions de la troisième étape 19

Pratiques exemplaires suggérées et politiques proposées 24
- Directive en matière de pratiques exemplaires 24
- Politiques proposées 25

Conclusion 28
Annexe I : Pratiques exemplaires suggérées 29
Annexe II : Sommaire de l'examen du secteur des fonds mutuels par les organismes de réglementation 27

Sommaire

Le secteur des fonds mutuels est une composante importante des marchés financiers de l'Ontario. Étant donné les avantages propres aux fonds mutuels, comme la gestion professionnelle, la diversification, la liquidité et la facilité de se les procurer pour l'investisseur moyen, la plupart des ménages canadiens ont fait des fonds mutuels leur véhicule de placement favori. Il y a actuellement un peu moins de 2 000 fonds mutuels faisant l'objet d'un prospectus qui est distribué au Canada; leur actif sous gestion totalisait 500 milliards de dollars le 31 janvier 2005.

La CVMO a pour mandat de favoriser des marchés financiers justes et efficaces de même que la confiance des investisseurs en ceux-ci, et de protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, irrégulières ou frauduleuses. Conformément à ce mandat, nous avons lancé en novembre 2003 un examen du secteur des fonds mutuels afin de déterminer si les craintes de l'existence au Canada de pratiques de répartition des titres et d'opérations tardives, comme celles dont il était question aux États-Unis, étaient fondées. Nous avons procédé à la lumière de notre mandat global comme organisme de réglementation des valeurs mobilières, c'est-à-dire en tenant compte des répercussions de l'examen sur les divers intervenants. Nous devions procéder d'une autre façon qu'aux États-Unis parce que, dès le départ, nous ne possédions pas de renseignements d'initiés concernant les pratiques commerciales de fonds de particuliers, comme c'était le cas aux États-Unis.

Par conséquent, l'examen a été planifié et mis en œuvre en trois étapes. La première étape de l'examen, qui a débuté en novembre 2003, a porté sur 105 gestionnaires de fonds mutuels vendus au détail au public ontarien. Nous avons demandé aux gestionnaires de fournir de l'information détaillée sur leurs politiques et méthodes afin de nous permettre de déceler et de prévenir les abus sur opérations. À la deuxième étape de l'examen, nous avons demandé à 36 des 105 gestionnaires interrogés initialement de remettre de nombreuses données détaillées sur leurs opérations. En troisième et dernier lieu, l'examen comprenait une inspection dans les locaux de 20 gestionnaires de fonds.

L'examen s'est terminé en décembre 2004. Nous n'avons pas découvert de preuve démontrant que des opérations tardives ou des opérations de répartition des titres se sont déroulées après le début de l'examen. Cependant, après la troisième étape, nous avons renvoyé cinq gestionnaires de fonds aux services d'application de la loi. Nous avons finalement conclu un règlement avec ces cinq gestionnaires de fonds qui ont dû verser 205,6 millions de dollars à des titulaires de titres de fonds mutuels ayant subi un préjudice à la suite d'opérations de répartition des titres survenues avant le 1er janvier 2004.

L'examen a nécessité des efforts intenses, tant du point de vue des ressources utilisées que du volume de données scrutées. Il a été réalisé en un court délai et a revêtu une ampleur jamais vue à la CVMO. Dans le présent rapport, nous proposons :

- une explication générale des concepts essentiels de l'examen;
- un résumé du déroulement de l'examen;
- une description des résultats de l'examen, y compris les motifs justifiant les mesures

d'application de la loi recommandées;
- un exposé des grandes lignes des pratiques exemplaires suggérées et des politiques pertinentes proposées.

Nous examinons à l'heure actuelle la possibilité d'apporter un certain nombre de changements aux politiques visant de façon générale à renforcer la conformité globale et, plus précisément, à faire en sorte que ne se reproduisent plus les opérations de répartition des titres. Nous avons commencé à mener des consultations sur ces propositions auprès des parties intéressées.

Contexte

Motifs justifiant l'examen

La CVMO a pour mandat de favoriser des marchés financiers justes et efficaces de même que la confiance des investisseurs en ceux-ci, et de protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, irrégulières ou frauduleuses. Dans le cadre de ce mandat, nous avons lancé en novembre 2003 un examen du secteur des fonds mutuels à la lumière de suppositions selon lesquelles des opérations irrégulières pourraient avoir cours dans les fonds mutuels canadiens, comme cela commençait à être le cas aux États-Unis. Étant donné l'importance du secteur des fonds mutuels au Canada et compte tenu des similitudes entre les marchés et les contextes réglementaires du Canada et des États-Unis, nous avons immédiatement conclu que nous devions faire l'examen de notre marché afin de déterminer si des pratiques commerciales semblables touchaient les fonds mutuels vendus en Ontario.

Afin de découvrir les pratiques qui avaient cours dans nos marchés, nous devions procéder d'une autre façon que les autorités américaines, étant donné les différences entre nos mandats respectifs. En effet, le procureur général de l'État de New York, qui a lancé la première enquête sur la répartition des titres et les opérations tardives aux États-Unis, a le mandat de poursuivre les personnes qui contreviennent à la loi. En tant qu'organisme de réglementation des valeurs mobilières, la CVMO a un mandat plus large en vertu duquel nous devons protéger les investisseurs et favoriser l'intégrité des marchés financiers de même que la confiance à leur égard.

Au cours de l'élaboration de notre examen, nous avons constaté que nous devions effectuer une analyse approfondie des pratiques en vigueur dans notre secteur des fonds mutuels. Nous avons aussi reconnu qu'il fallait trouver un équilibre entre les intérêts des diverses parties intéressées, notamment les marchés dans leur ensemble, les fonds eux-mêmes et, bien sûr, les personnes qui investissent dans ces fonds.

Nous avons évalué un certain nombre d'options pour déterminer si des opérations non conformes étaient pratiquées dans les fonds canadiens. Contrairement à ce qui se passait aux États-Unis, nous ne disposions d'aucuns renseignements d'initiés dénonçant des méfaits commis par des participants au marché. Étant donné l'absence de ce type de renseignements, nous avons adopté une démarche en plusieurs étapes afin de connaître les pratiques du secteur, d'analyser des données précises et d'en faire l'analyse au moyen d'une évaluation fondée sur le risque, ce qui, en fin de compte, nous a permis d'obtenir des résultats et d'atteindre nos objectifs.

Rôle du gestionnaire de fonds

Les gestionnaires de fonds mutuels sont tenus d'agir dans le meilleur intérêt de leurs fonds et des investisseurs qui y ont placé leur argent. Il est essentiel que les gestionnaires s'acquittent de cette obligation. Aucun groupe privilégié d'investisseurs ne doit bénéficier d'un traitement de faveur au détriment des autres. Tous les investisseurs doivent être en mesure de croire que leur argent sera traité avec toute l'attention voulue par les personnes à la garde desquelles il a été confié.

Un gestionnaire de fonds mutuels doit, en vertu du droit ontarien des valeurs mobilières,

exercer les pouvoirs et s'acquitter des fonctions de son poste avec honnêteté, bonne foi et au mieux des intérêts du fonds mutuel. Ce faisant, il doit s'acquitter de ses fonctions avec la prudence, la diligence et la compétence dont ferait preuve une personne d'une prudence raisonnable placée dans des circonstances semblables. Le respect de cette obligation exige qu'un gestionnaire de fonds prenne en considération le préjudice potentiel que pourrait subir un fonds mutuel en raison des activités d'un investisseur qui tente de recourir à des stratégies commerciales risquant de porter préjudice à un fonds et aux autres investisseurs ou d'avoir un effet perturbateur. À notre avis, il incombe à un gestionnaire de fonds de mettre en place des politiques, des méthodes et d'autres mécanismes en vue de contrôler les opérations risquant de se révéler préjudiciables pour les fonds ou de les perturber et de prendre des mesures raisonnables afin de protéger le fonds.

Voici les pratiques commerciales sur lesquelles l'examen s'est concentré :

- les opérations tardives,
- la répartition des titres.

Opérations tardives

Les opérations tardives sont illégales; elles se produisent lorsque des ordres d'achat et de vente de fonds mutuels sont reçus après la fermeture des marchés, mais qu'on leur attribue les cours du jour en question, plutôt que ceux du lendemain. Les opérations tardives contreviennent au règlement 81-102 sur les *organismes de placement collectif*, selon lequel il faut attribuer aux achats et aux rachats de titres de fonds mutuels un prix à terme, c'est-à-dire le prix déterminé après la réception de l'ordre d'achat ou de rachat[1].

Les opérations sur fonds mutuels se terminent généralement à 16 h HE et les fonds calculent leurs prix (valeur liquidative par titre) une heure ou deux après la clôture à partir du cours de clôture le plus récent des titres de leurs portefeuilles. Tout ordre d'achat ou de rachat reçu en bonne et due forme avant 16 h HE se voit attribuer le prix du jour et les ordres reçus en bonne et due forme après 16 h HE doivent se voir attribuer le prix du jour suivant.

Par conséquent, contrairement à ce qui se produit pour les acheteurs d'actions, les acheteurs de titres de fonds mutuels ne connaissent pas le prix exact auquel leurs ordres seront exécutés au moment où ils les passent. Cette exigence de « fixation des prix à terme » garantit l'égalité des chances aux acheteurs de titres de fonds mutuels parce qu'aucun investisseur ne possède (ou, du moins, ne devrait posséder) l'avantage de disposer de renseignements « après 16 h » avant de prendre une décision de placement.

Différences avec les États-Unis

Comme c'est le cas au Canada, la réglementation américaine des fonds mutuels exige aussi que les opérations sur fonds mutuels s'effectuent sur la base du prix à terme. Malgré cette similitude, les fonds mutuels aux États-Unis sont actuellement plus susceptibles d'être victimes de manœuvres d'adeptes des opérations tardives en raison des différences suivantes entre nos lois et nos structures respectives.

---

[1] Article 9.3 « Le prix d'émission des titres d'un OPC en réponse à un ordre d'achat est la prochaine valeur liquidative par titre de la catégorie ou série d'une catégorie qui est établie après la réception de l'ordre par l'OPC. »

Article 10.3 « Le prix de rachat des titres en réponse à un ordre de rachat est la prochaine valeur liquidative d'un titre de la catégorie ou série qui est établie après la réception de l'ordre par l'OPC. »

Selon le droit canadien régissant les fonds mutuels, un ordre d'achat ou de vente d'un titre de fonds mutuel est réputé avoir été « reçu » un jour ouvrable donné à partir du moment où il se retrouve entre les mains du gestionnaire de fonds (ou du distributeur principal agissant comme mandataire du gestionnaire de fonds). La situation n'est pas la même en vertu de la réglementation américaine actuellement en vigueur, selon laquelle un ordre peut être réputé avoir été « reçu » à partir du moment où il a été passé auprès d'un courtier, même si le gestionnaire de fonds ne l'a pas encore reçu. Par conséquent, même si un courtier peut avoir reçu un ordre visant un fonds mutuel avant 16 h HE, cet ordre peut n'être soumis au gestionnaire de fonds ou à son agent des transferts pour traitement que plusieurs heures plus tard.

Au Canada, la majorité des opérations sur fonds mutuels sont traitées par les banques à charte canadiennes ou l'agence de compensation indépendante FundSERV Inc. Les systèmes exclusifs respectifs utilisés par ces organisations afin de traiter les opérations sur fonds mutuels sont dotés de mécanismes automatisés d'horodatage incontournables. Tous les ordres reçus par l'intermédiaire de ces systèmes après 16 h HE sont automatiquement placés en attente dans des lots qui seront traités le jour suivant, au prix du jour suivant. Cette façon de faire est différente de la pratique ayant cours aux États-Unis où l'horodatage de la majorité des opérations est traité par chaque courtier.

En raison des différences ci-dessus, des opérations tardives peuvent être effectuées aux États-Unis par des intermédiaires qui vendent des titres de fonds mutuels. Étant donné qu'une société de fonds de placement fixe généralement le prix de ses fonds plusieurs heures après 16 h HE, un investisseur aux États-Unis pourrait tirer profit des nouvelles du marché diffusées après 16 h HE pour soumettre à son courtier une opération sur fonds mutuels après ce délai puis, avec l'aide de ce dernier, obtenir quand même le prix de ce jour-là.

Afin d'éliminer les risques d'opérations tardives sur fonds mutuels, la SEC a proposé des modifications à la règle adoptée en vertu de l'*Investment Company Act* selon lesquelles un ordre visant les titres d'un fonds mutuel devrait être reçu par ce dernier – ou son principal agent des transferts ou un organisme inscrit de compensation des valeurs mobilières – au plus tard à l'heure établie par le fonds pour calculer sa valeur liquidative (habituellement 16 h HE) pour se voir attribuer le prix de ce jour-là. Cette modification établirait à 16 h l'heure de clôture ferme pour la réception des ordres concernant les fonds mutuels aux États-Unis, comme c'est le cas actuellement dans la réglementation canadienne.

Répartition des titres

Les opérations de répartition des titres visées par notre examen concernaient les opérations à court terme (c.-à-d. achat et vente rapides) de titres de fonds mutuels afin de tirer profit des écarts à court terme entre le cours périmé des titres du portefeuille du fonds et leur valeur marchande actuelle.

Des titres dont le cours est périmé peuvent se retrouver dans des portefeuilles de fonds mutuels lorsque les prix des titres à partir desquels le prix d'un fonds est établi ne tiennent pas compte de l'information la plus récente sur le marché. Le phénomène se produit le plus souvent dans le cas de fonds mutuels dont les portefeuilles comportent une grande proportion de titres étrangers négociés sur des marchés qui ferment bien des heures avant les places boursières d'Amérique du

Nord (p. ex., les fonds européens, asiatiques, internationaux et mondiaux).

Par exemple, le cours de clôture d'actions étrangères négociées sur une place boursière asiatique (qui ferme à 1 h 30 HE, par exemple) aura été déterminé 14,5 heures avant la fermeture des marchés nord-américains et le moment auquel le fonds détenant ces actions étrangères calcule sa valeur liquidative. En raison de cet écart, le cours de clôture des actions étrangères utilisé afin de calculer la valeur liquidative du fonds peut être périmé. Par conséquent, la valeur liquidative du fonds (et sa valeur liquidative par titre), calculée à partir de ce cours de clôture, peut aussi être périmée.

De plus, il existe une forte corrélation entre l'évolution des cours des actions négociées sur les places boursières nord-américaines (comme l'indique, par exemple, l'évolution de l'indice S&P 500) un jour donné et celle des cours des actions sur les marchés étrangers le jour de négociation suivant. Par conséquent, si les marchés nord-américains reprennent de la vigueur après que les places boursières ont fermé pour la journée, il est probable que le cours des titres étrangers suivra l'évolution des marchés nord-américains et se redressera le jour de négociation suivant.

Une personne pratiquant des activités de répartition des titres tentera de tirer avantage de ce décalage d'information en négociant ses titres de façon à anticiper cette évolution des cours. Elle achètera donc des titres de fonds mutuels à une valeur liquidative qui tient compte de l'ancien cours des valeurs mobilières étrangères, puis vendra son placement dans le fonds peu après, au moment où elle s'attend à ce que les cours des titres étrangers aient monté, entraînant ainsi une hausse correspondante de la valeur liquidative.

Même si toutes les opérations de répartition des titres comportent des opérations à court terme, ces dernières ne sont pas nécessairement toutes des opérations de répartition des titres. Un investisseur peut effectuer des opérations à court terme pour un certain nombre de motifs légitimes, par exemple lorsqu'un achat est suivi d'un rachat parce que l'investisseur se trouve dans une situation difficile ou dans des circonstances exceptionnelles. Cependant, des opérations à court terme fréquentes dans un fonds à des fins de répartition des titres selon les dates d'échéance, appelées dans le présent rapport « activités fréquentes de répartition des titres », peuvent causer à un fonds un tort considérable qui est alors assumé par l'ensemble des investisseurs qui en conservent les titres. Voici des exemples de préjudices qui peuvent en résulter :

- dilution de la valeur des placements des autres détenteurs de titres dans le fonds;
- augmentation des frais de courtage;
- gestion inefficace d'un fonds causée par le maintien de réserves d'espèces ou d'équivalents et (ou) monétisation des placements afin de satisfaire aux besoins de rachat;
- perturbation de la stratégie de placement du gestionnaire de portefeuille.

Ces situations peuvent affaiblir le rendement à long terme du fonds. En même temps, la personne pratiquant la répartition des titres peut obtenir des gains nettement supérieurs à ceux qu'obtiennent les investisseurs à long terme du fonds pendant la même période.

Même si les activités fréquentes de répartition des titres de la part des investisseurs ne sont pas

formellement interdites, les gestionnaires de fonds sont tenus, en vertu des responsabilités générales que leur attribue le droit ontarien des valeurs mobilières, d'agir dans le meilleur intérêt de leurs fonds. Ils doivent donc, notamment, prendre des mesures raisonnables afin de protéger les fonds contre le tort que pourraient leur causer les activités fréquentes de répartition des titres.

Aperçu de l'examen

Modalités de réalisation de l'examen

L'examen de la CVMO sur les abus potentiels en matière d'opérations tardives et d'activités fréquentes de répartition des titres concernant les fonds mutuels a débuté en novembre 2003. L'examen a été planifié et exécuté en trois étapes, chacune ayant un objectif différent. À la première étape, nous avons recueilli de l'information à caractère général, à la deuxième, nous en avons fait une analyse détaillée et, à la troisième, nous sommes allés faire des inspections sur place.

L'examen a été structuré et effectué avec l'appui de plusieurs services, soit la Direction des marchés financiers, la Direction des fonds d'investissement, la Direction de l'application de la loi et le Bureau du chef économiste. Afin de nous assurer que les problèmes seraient effectivement réglés, nous avons créé un comité directeur et un groupe de travail. Le comité directeur comprenait des membres de la haute direction et le groupe de travail se composait de représentants de chacune des directions touchées. Nous avons travaillé en collaboration étroite avec l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières et d'autres organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières. Ces deux organismes d'autoréglementation (OAR) ont aussi mené un examen auprès de leurs membres respectifs.

Première étape

La première étape a débuté en novembre 2003. Au cours de la première étape, notre principal objectif consistait à recueillir des renseignements auprès du secteur traditionnel des fonds mutuels et à déterminer si les gestionnaires de fonds mutuels canadiens avaient adopté des politiques et méthodes efficaces afin de déceler et de prévenir les opérations irrégulières telles que les opérations tardives et les activités fréquentes de répartition des titres. Nous souhaitions déterminer si les abus commis aux États-Unis pouvaient également se produire sur nos marchés.

La CVMO a envoyé une lettre à l'ensemble des gestionnaires de fonds offrant au détail des fonds mutuels à capital variable[2] en Ontario. L'examen visait 105 gestionnaires de fonds établis non seulement en Ontario, mais aussi dans d'autres provinces du Canada. Nous avons demandé à chaque gestionnaire de fonds mutuels de passer en revue ses pratiques commerciales internes et de déterminer si des pratiques irrégulières survenaient dans son organisation, et de décrire les processus d'enquête auxquels il allait avoir recours afin de répondre à la lettre.

Nous avons lu et analysé les réponses en fonction des critères énumérés ci-dessous, ce qui nous a permis de déterminer si un suivi supplémentaire s'imposait :

- qualité de la réponse;
- absence apparente de politiques et de méthodes visant à déceler et à prévenir les abus sur opérations;

[2] Ces fonds sont appelés fonds à capital variable, car leur capitalisation n'est pas fixe; en effet, ils émettent habituellement des titres, au fur et à mesure que les investisseurs les demandent, puis les rachètent au moment où les investisseurs veulent les revendre. Par contre, dans un fonds à capital fixe, les titres peuvent généralement être facilement mis sur le marché et ils se vendent et s'achètent comme des actions. C'est pourquoi, leur cours ne peut être « périmé »; les personnes qui s'adonnent à la répartition des titres ne les ciblent donc pas. En conséquence, notre examen n'a pas tenu compte des fonds à capital fixe.

- indices selon lesquels certaines structures d'opérations justifiaient un examen plus approfondi;
- importance du gestionnaire de fonds sur le plan des actifs sous gestion;
- utilisation de FundSERV ou d'un système interne exclusif de traitement des opérations;
- société affiliée aux États-Unis faisant l'objet d'une enquête par un autre organisme;
- nombre important d'opérations manuelles.

La première étape nous a permis d'obtenir un aperçu général des processus mis en place par les gestionnaires de fonds. Cependant, en l'absence de données sur les opérations, nous ne pouvions déterminer avec certitude si des pratiques irrégulières avaient cours. Nous sommes donc passés à la deuxième étape afin d'obtenir des données sur les opérations des gestionnaires de fonds qui, à notre avis, étaient plus susceptibles de se livrer à ce type de pratique.

Deuxième étape

En février 2004, nous entamions la deuxième étape de l'examen en demandant à 36 des 105 gestionnaires interrogés initialement de nous remettre des données plus détaillées. Les 36 gestionnaires de fonds ont été sélectionnés d'après l'analyse de l'information fournie à la première étape selon les critères mentionnés ci-dessus et d'après un échantillonnage aléatoire.

Nous avons demandé aux sociétés retenues à la deuxième étape de soumettre une quantité importante de données détaillées au sujet de leurs opérations sur une période de deux ans prenant fin le 31 décembre 2003 (« période d'examen »). La composante la plus importante des données requises à l'égard des activités fréquentes de répartition des titres était une liste des opérations « aller-retour » de plus de 50 000 $ survenues pendant la période d'examen. Une opération « aller-retour » était définie comme un achat ou une substitution afin d'intégrer un fonds suivi d'un rachat ou d'une substitution afin de quitter un fonds dans un délai de cinq jours ouvrables. Ces données ont été exigées pour l'ensemble des catégories de fonds, sauf ceux du marché monétaire, qui, de par leur nature, sont destinés aux opérations à court terme[3]. On a estimé qu'un seuil de 50 000 $ fournissait suffisamment de données pour nous permettre d'effectuer une analyse significative fondée sur le risque. Nous avons choisi une période de cinq jours parce que les opérations se déroulant sur une aussi brève période constituaient un indice raisonnable d'opérations potentiellement perturbatrices.

Dans le cas des opérations tardives, nous nous sommes concentrés sur les opérations les plus propices à ces activités en demandant une liste de toutes les opérations de 50 000 $ ou plus qui avaient été antidatées, traitées manuellement ou traitées en dehors de FundSERV après 16 h HE.

Nous avons reçu et analysé des données visant des opérations d'une valeur totale de 83,8 milliards de dollars. Nous avons recherché des méthodes d'opérations, des liens et autres indices qui exigeraient un suivi additionnel sous forme d'inspections sur les lieux et d'examen de données supplémentaires.

---

[3] Les fonds du marché monétaire, par nature très liquides, sont souvent utilisés par les investisseurs comme « voie de garage » à court terme pour leurs liquidités en attendant le choix d'un fonds dans lequel ils pourraient investir. Ils n'offrent aucune occasion de gains en capital parce que le cours de leurs titres est maintenu à un niveau fixe (p. ex., 10 $) par la distribution d'un revenu mensuel aux titulaires de titres, en espèces ou sous la forme de titres supplémentaires.

Troisième étape

En mai 2004, nous avons entrepris la troisième étape de notre examen comprenant des inspections dans les locaux de 20 des 36 gestionnaires de fonds ayant fait l'objet d'une vérification pendant la deuxième étape réalisées par des équipes conjointes de la Direction de l'observation des mesures législatives et de celle de l'application de la loi. Les 20 inspections sur les lieux ont été réalisées en trois séries sur un certain nombre de mois.

Pour choisir les gestionnaires de fonds qui feraient l'objet d'un examen à la troisième étape, nous avons tenu compte des critères suivants :

- indices découverts dans le cadre de la deuxième étape;
- information recueillie par les OAR;
- prise en compte de l'ensemble du secteur des fonds mutuels.

Les gestionnaires de fonds visés par la première ronde d'examens ont été choisis principalement sur la base des indices révélés dans le cadre de la deuxième étape qui, selon nous, justifiaient une analyse plus approfondie. Nous avons aussi tenu compte de l'information recueillie par les OAR par l'intermédiaire de leurs questionnaires complémentaires. Cette information comprenait les noms de certains fonds qui, selon certains membres des OAR, auraient pu être la cible d'activités fréquentes de répartition des titres. Les gestionnaires de ces fonds ont par la suite été visés par les deuxième et troisième rondes d'examen. Enfin, pour déterminer quels gestionnaires de fonds feraient l'objet d'un examen, nous avons aussi cherché à nous assurer que la plus grande partie des actifs de fonds mutuels sous gestion au Canada seraient passés en revue.

Le graphique 1 indique le pourcentage des actifs des fonds mutuels sous gestion[4] au Canada inclus dans la troisième étape de l'examen.

Chart 1: Percentage of Assets Under Management in Canada Reviewed as part of Phase Three

La troisième étape, qui a été la plus intensive, a exigé beaucoup de coopération de la part des 20 gestionnaires de fonds sélectionnés. Nous avons demandé une grande quantité de documents

[4] Selon les données de l'Institut des fonds d'investissement du Canada (IFIC) sur la place relative des membres selon les actifs des fonds mutuels au 31 décembre 2003

concernant un certain nombre de comptes de même qu'un échantillon des opérations. Nous avons demandé des éléments comme :

- des documents sur l'ouverture de compte;
- des copies de toute la correspondance relative à certains comptes;
- des données détaillées sur l'historique des opérations dans certains comptes;
- des copies des instructions concernant des ordres originaux;
- des données supplémentaires concernant certains comptes et portant sur une période plus longue que celle de deux ans d'abord demandée à la deuxième étape.

Résultats

Opérations tardives

Afin de déterminer si des opérations tardives survenaient sur nos marchés, nous avons mis en œuvre un nombre important de procédures dans le cadre des inspections sur les lieux. Nous avons examiné un grand nombre d'opérations et sommes remontés jusqu'aux documents originaux afin de nous assurer que les investisseurs avaient obtenu le juste prix pour leurs achats de titres de fonds mutuels, selon l'exigence du « prix à terme » décrite ci-dessus à la rubrique « Contexte – Opérations tardives ».

Nous nous sommes concentrés sur les transactions les plus susceptibles de donner lieu à des opérations tardives, soit les opérations antidatées, les corrections d'erreurs et les ordres traités manuellement. Par exemple, dans le cas des opérations antidatées, nous avons vérifié si elles avaient été effectuées pour un motif valable et si le fonds avait été compensé en cas de perte. Nous avons constaté que les opérations antidatées s'expliquaient généralement par la correction d'erreurs, comme un ordre visant le mauvais fonds ou le mauvais compte ou dont le montant était erroné.

Dans le cas des opérations traitées manuellement, nous nous sommes assurés que l'ordre avait été traité au prix juste selon le moment où il avait été reçu d'après les données du timbre horodateur. Si les ordres avaient été reçus après la fermeture des marchés, nous avons vérifié si le client avait obtenu le prix du jour suivant.

Contrairement à ce que les organismes de réglementation ont découvert aux États-Unis, nous n'avons pas trouvé de preuve d'opérations tardives dans le cadre de notre examen.

Répartition des titres

Première étape

Au cours de la première étape, nous avons demandé aux 105 gestionnaires de fonds de confirmer qu'ils avaient mis en place des politiques et méthodes efficaces visant à déceler et à prévenir les abus sur opérations dans leurs fonds. Cette étape ne comportait aucun examen de données sur les opérations, mais consistait seulement à demander aux gestionnaires de fonds d'effectuer leurs propres évaluations des processus internes permettant de déceler et de décourager les pratiques irrégulières.

Voici ce que nous avons constaté à la lecture des 105 réponses reçues :

- Des activités fréquentes de répartition des titres, à des degrés divers, avaient été enregistrées dans certains fonds. Certains gestionnaires de fonds ont utilisé une définition de la répartition des titres plus large que celle figurant dans la lettre de la CVMO à la première étape. Par exemple, pour certains, le terme englobait non seulement les opérations visant à tirer profit de la valeur périmée de titres à l'intérieur du portefeuille d'un fonds (désignée dans le présent rapport par le terme « arbitrage des cours périmés »), mais aussi tout mouvement à court terme sur le marché ou toute opération à court terme ou fréquente.
- Certains gestionnaires de fonds ont pris connaissance de l'existence d'activités fréquentes de

répartition des titres après avoir mené des enquêtes afin de répondre à la lettre de la première étape de la CVMO, alors que d'autres avaient déjà décelé ce type d'activités grâce à leurs propres méthodes de surveillance, avant l'examen de la CVMO.

- Les procédures d'enquête mises en œuvre par les gestionnaires de fonds pour répondre aux questions variaient considérablement. Certains gestionnaires de fonds ont procédé à des enquêtes très limitées, comme des discussions avec leurs portefeuillistes et les tiers fournisseurs de services. D'autres ont effectué des analyses approfondies des opérations de leurs fonds.
- Certains gestionnaires de fonds ont constaté l'existence d'activités fréquentes de répartition des titres en procédant à un examen des rapports d'exception sur la base de seuils de 5 000 $ à 1 million de dollars et de délais de 5 à 90 jours.
- Les politiques et méthodes des gestionnaires de fonds dans ce domaine ne se limitaient pas à la répartition des titres visée dans la lettre de la CVMO à la première étape; en effet, elles s'appliquaient de façon plus générale à tout type d'opération à court terme.
- Bon nombre des gestionnaires de fonds qui confiaient à un tiers leur fonction d'agent des transferts ont déclaré qu'ils se fiaient aux procédures et aux contrôles opérationnels de leur fournisseur de services. Dans certains cas, afin de répondre à notre lettre, les gestionnaires de fonds ont discuté avec ces fournisseurs de services afin de confirmer l'intégrité de leurs méthodes d'exploitation.
- Certains gestionnaires de fonds ont indiqué qu'ils avaient adopté la politique d'établissement du prix à la juste valeur de l'Institut des fonds d'investissement du Canada (IFIC) afin de règler les problèmes relatifs à la valeur périmée des titres détenus dans leurs fonds. Dans certains cas, les gestionnaires de fonds ont passé en revue les portefeuilles de leurs fonds afin de déterminer si certains d'entre eux contenaient des titres dont le cours était périmé.
- Parmi les mesures correctives que les gestionnaires de fonds ont prises afin d'éviter la réapparition des activités fréquentes de répartition des titres à partir du moment où l'existence de ces dernières avait été établie, mentionnons l'imposition de frais sur les opérations à court terme, l'envoi de lettres d'avertissement indiquant que des restrictions seraient imposées aux opérations ou la fermeture du compte.
- De nombreux gestionnaires de fonds ont mentionné qu'ils avaient amélioré considérablement leurs méthodes de surveillance après avoir pris connaissance de la lettre de la CVMO à la première étape.

Même si les réponses à notre lettre de la première étape n'ont pas révélé l'existence de pratiques irrégulières généralisées, nous avons recensé quelques domaines exigeant une analyse plus poussée. Par conséquent, dans le cadre de la deuxième étape, nous sommes passés à un examen plus ciblé des méthodes et des données sur les opérations de certains gestionnaires de fonds.

Deuxième étape

Dans le cadre de la deuxième étape, nous avons demandé des renseignements détaillés supplémentaires, principalement des données sur les opérations, à 36 gestionnaires de fonds. Afin de bien nous concentrer sur les opérations pouvant causer des problèmes, nous avons procédé à des tests analytiques détaillés sur les données reçues.

Le tableau ci-dessous illustre l'énorme volume de données sur les opérations que nous avons reçu par suite de notre demande de renseignements : 58 000 opérations d'une valeur totale de 83,8 milliards de dollars de rachats dans 9 900 comptes d'investisseurs répartis entre

1 340 fonds. Pour nous assurer que nous mettions l'accent sur les bonnes activités, nous avons dû éliminer les données qui répondaient techniquement à nos critères « aller-retour » – décrits ci-dessus à la rubrique « Survol de l'examen – Deuxième étape », mais qui, dans le cadre de notre évaluation, ne révélaient pas l'existence d'opérations exigeant un examen plus approfondi.

Données passées en revue dans le cadre de la deuxième étape de l'examen

Nombre de gestionnaires de fonds	Valeur totale des rachats (milliards $)	Nombre total d'opérations	Nombre total de comptes	Nombre total de fonds	Actifs des fonds sous gestion[5] (milliards $)
36	83,8	58 0000	9 900	1 340	400

Notre analyse des données sur les opérations passées en revue au cours de la deuxième étape a révélé que la totalité ou une majorité des indicateurs suivants se retrouvaient chez quelques-uns des 36 gestionnaires de fonds :

- volumes importants d'opérations dans les fonds mondiaux et internationaux;
- un certain nombre de comptes présentant des volumes élevés d'opérations;
- un certain nombre de comptes présentant des opérations d'un montant élevé pendant la majorité de la période de deux ans visée par l'examen;
- volumes importants d'opérations antidatées, d'opérations manuelles ou de corrections d'erreurs;
- existence d'ententes avec certains clients leur permettant de se livrer à des opérations à court terme à l'intérieur de certains paramètres.

Ces indices, de même que notre objectif de faire en sorte que la majorité des actifs des fonds mutuels sous gestion au Canada soient pris en compte, nous ont amenés à décider qu'une vérification sur place s'imposait pour 20 gestionnaires de fonds.

Troisième étape

Nous avons demandé aux 20 gestionnaires de fonds ciblés au cours de la troisième étape de soumettre des renseignements et des documents supplémentaires afin de nous aider à déterminer si des mesures d'ordre réglementaires étaient justifiées contre certains d'entre eux. Les données sur les opérations s'étendaient parfois au-delà de la période d'examen de deux ans d'abord visée par notre demande et, dans certains cas, remontaient jusqu'en 1998.

Nous avons utilisé une méthode combinée comprenant une méthodologie d'évaluation du risque pour certains indicateurs quantitatifs et une évaluation qualitative pour d'autres facteurs pertinents. L'analyse nous a amenés à retenir cinq gestionnaires de fonds qui, à notre avis, devaient faire l'objet de mesures d'application de la loi.

On trouvera ci-dessous une description de notre méthodologie d'évaluation du risque et des autres facteurs pertinents dont nous avons tenu compte.

Évaluation du risque

Dans notre analyse de chacun des 20 gestionnaires de fonds, nous avons utilisé une

[5] Voir la note n° 4.

méthodologie d'évaluation du risque qui mettait l'accent sur trois types de risques : les profits des personnes s'adonnant à la répartition des titres, les honoraires bruts de gestion encaissés par le gestionnaire de fonds pour avoir accepté ce type d'opération et le volume des rachats. Chacun de ces trois types de risques se voyait attribuer une cote sur une échelle de un à cinq. Une cote de un indiquait que le facteur quantitatif ne revêtait pas une grande importance. Par contre, une cote de cinq indiquait que le facteur quantitatif était important.

Afin de déterminer la cote de chaque type de risque, nous avons effectué une vérification détaillée de certains comptes chez chacun des gestionnaires de fonds. Ces comptes ont été sélectionnés à partir des données sur les opérations qui nous avaient été fournies dans le cadre de la deuxième étape. Nous avons incorporé les comptes qui affichaient d'importants volumes de rachats dans certains fonds pendant la plus grande partie de la période de deux ans de l'examen. Nous avons attribué une cote à chacun des types de risque selon les résultats des analyses effectuées à l'égard de ces comptes. La somme des trois cotes de risque nous a fourni une cote totale pour chaque gestionnaire de fonds.

Le tableau 1 montre la cote de chaque type de risque et la cote de risque totale pour chacun des 15 gestionnaires de fonds qui n'ont pas été soumis à des mesures d'application de la loi. Nous donnons les cotes de risque moyennes pour le groupe des cinq gestionnaires de fonds qui ont été soumis à de telles mesures.

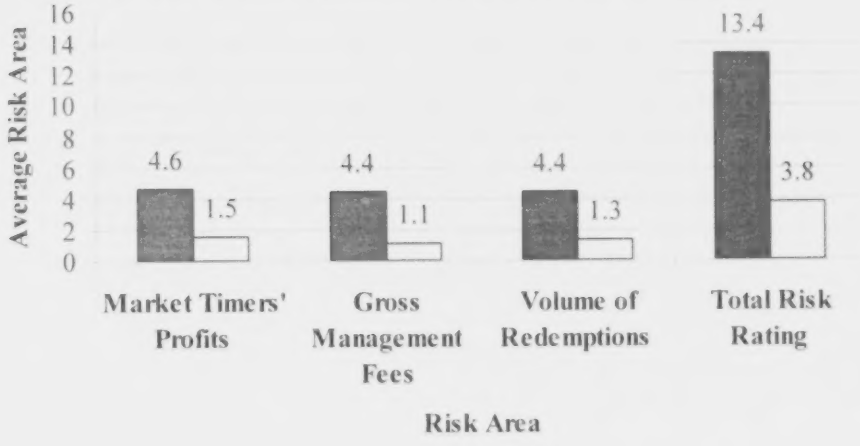
Tableau 1 : Cote de risque des gestionnaires de fonds visés par la troisième étape

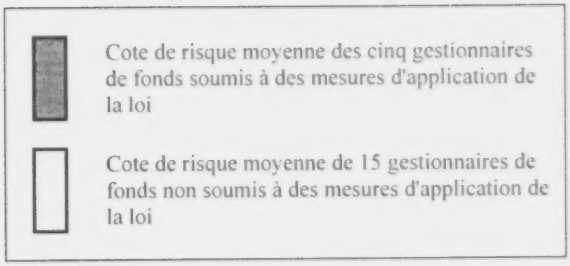
Gestionnaire de fonds	Profits des personnes pratiquant la répartition des titres					Frais de gestion bruts					Nombre de rachats					Cote de risque totale (maximum de 15)			
	Très élevés = 5	Moyennement élevés = 4	Moyens = 3	Moyennement faibles = 2	Faibles = 1	Très élevés = 5	Moyennement élevés = 4	Moyens = 3	Moyennement faibles = 2	Faibles = 1	Très élevé = 5	Moyennement élevé = 4	Moyen = 3	Moyennement faible = 2	Faible = 1	Élevée (11-15)	Moyennement élevée (8-10)	Moyennement faible (5-7)	Faible (0-4)
Moyenne des cinq gestionnaires de fonds soumis à des mesures d'application de la loi	4,6					4,4					4,4					13,4			
Gestionnaire 6	3					1					3					7			
Gestionnaire 7	3					2					1					6			

Gestionnaire 8	2	1	3	6
Gestionnaire 9	2	1	1	4
Gestionnaire 10	2	1	1	4
Gestionnaire 11	1	1	1	3
Gestionnaire 12	1	1	1	3
Gestionnaire 13	1	1	1	3
Gestionnaire 14	1	1	1	3
Gestionnaire 15	1	1	1	3
Gestionnaire 16	1	1	1	3
Gestionnaire 17	1	1	1	3
Gestionnaire 18	1	1	1	3
Gestionnaire 19	1	1	1	3
Gestionnaire 20	1	1	1	3

Le graphique 2 résume les résultats de notre évaluation du risque au cours de la troisième étape. Notre analyse, tant en ce qui concerne le volume que les effets des activités fréquentes de répartition des titres, a révélé une disparité importante entre les gestionnaires de fonds qui ont été soumis à des mesures d'application de la loi et ceux qui ne l'ont pas été.

Chart 2: Comparison of Average Risk Rating for Referrals to Enforcement vs. Other Fund Managers




Cote de risque moyenne des cinq gestionnaires de fonds soumis à des mesures d'application de la loi
Cote de risque moyenne de 15 gestionnaires de fonds non soumis à des mesures d'application de la loi

Globalement, nous avons constaté ce qui suit :

- La cote de risque moyenne, au titre des personnes s'adonnant à la répartition des titres, des gestionnaires de fonds soumis à des mesures d'application de la loi était trois fois plus élevée que la cote moyenne de ceux qui n'ont pas été soumis à de telles mesures.
- La cote de risque moyenne, au titre des frais bruts de gestion, des gestionnaires de fonds soumis à des mesures d'application de la loi était quatre fois plus élevée que la cote moyenne de ceux qui ne l'ont pas été.
- La cote de risque moyenne, au titre du nombre de rachats, des gestionnaires de fonds soumis à des mesures d'application de la loi était environ trois fois plus élevée que la cote moyenne de ceux qui ne l'ont pas été.
- La cote de risque totale moyenne des gestionnaires de fonds soumis à des mesures d'application de la loi était trois fois et demie plus élevée que la cote de ceux qui ne l'ont

pas été.

Autres facteurs pertinents
Notre analyse de la troisième étape comprenait aussi un examen des mesures prises par les gestionnaires de fonds afin de déceler et de décourager les activités fréquentes de répartition des titres. Certains gestionnaires de fonds avaient adopté des mesures bien avant 2003 afin de déceler les opérations à court terme et les activités fréquentes de répartition des titres dans leurs fonds. Ils produisaient des rapports quotidiens indiquant tout achat ou substitution vers un fonds suivi par un rachat ou une substitution à partir d'un fonds à l'intérieur d'une période donnée (habituellement une période beaucoup moins longue que celle de 90 jours divulguée dans bien des prospectus de fonds) afin de permettre d'établir l'existence d'opérations à court terme répétées.

Après avoir repéré des activités fréquentes de répartition des titres dans leurs fonds, certains gestionnaires ont pris des mesures dynamiques afin de décourager puis d'arrêter complètement cette pratique pour le motif qu'elle avait un effet perturbateur sur la gestion des portefeuilles du fonds, qu'elle entraînait une augmentation des frais relatifs aux opérations pour les fonds et que, par conséquent, elle ne répondait pas aux intérêts véritables des fonds. Voici les mesures qu'ils ont prises :

- placer sous surveillance le compte dans lequel les opérations à court terme avaient été menées;
- envoyer des lettres d'avertissement au courtier et (ou) au client se livrant à ce type d'opération;
- imposer des frais sur les opérations à court terme;
- interdire au titulaire de compte d'effectuer d'autres opérations, sauf des rachats;
- fermer le compte.

Certains gestionnaires de fonds avaient adopté des politiques d'adoption de mesures progressives en vertu desquelles les opérations pouvant causer des problèmes étaient renvoyées à un comité d'examen. Ce comité déterminait ensuite les mesures à prendre à l'égard de ce type d'opération.

Quelques gestionnaires de fonds ont eu recours à des techniques d'évaluation de la juste valeur dans certains cas afin d'essayer de réduire les écarts de prix entre la valeur périmée de titres à l'intérieur du portefeuille d'un fonds et leur valeur marchande actuelle, réduisant de ce fait les occasions d'arbitrage des cours périmés.

Enfin, alors que certains gestionnaires de fonds refusaient tout simplement d'accepter ce type d'opération de la part de personnes pouvant se livrer à la répartition des titres, nous avons noté que d'autres les acceptaient par suite d'une entente écrite officielle ou d'une approbation tacite (c.-à-d. en omettant de prendre des mesures dynamiques afin de décourager et, en fin de compte, de faire cesser l'opération non conforme). Ces ententes non divulguées définissaient souvent certains paramètres à l'intérieur desquels il était possible de se livrer à des activités fréquentes de répartition des titres (p. ex., limites sur les montants et la fréquence des opérations). Ces mesures protégeaient les fonds contre certains coûts dont les gestionnaires de fonds reconnaissaient l'existence. Cependant, comme nos constatations l'ont révélé, ces mesures

n'ont pas placé les fonds à l'abri de tous les coûts (et en particulier des coûts liés à la dilution) résultant des activités fréquentes de répartition des titres.

Par contre, il est important de souligner que, contrairement à l'expérience vécue aux États-Unis, les investisseurs qui se livraient à des activités fréquentes de répartition des titres n'étaient pas des initiés des gestionnaires de fonds.

Ces facteurs quantitatifs pertinents, examinés conjointement avec les résultats de notre évaluation du risque, nous ont amenés à cibler cinq gestionnaires de fonds qui, à notre avis, devaient être soumis à des mesures d'application de la loi.

À l'origine, nous avons repéré quatre gestionnaires de fonds dont le dossier devait être renvoyé à la Direction de l'application de la loi. Cette conclusion était justifiée à la fois par l'information recueillie dans le cadre de la première étape, les analyses effectuées sur les données présentées pendant la deuxième étape et les inspections sur les lieux. À la lumière des renseignements additionnels provenant des OAR, dans le cadre de leurs examens complémentaires, nous avons établi que d'autres gestionnaires de fonds méritaient une attention plus poussée. Les OAR nous ont transmis les noms de certains fonds qui auraient pu être visés par des activités fréquentes de répartition des titres. Cet examen plus attentif a entraîné d'autres inspections sur les lieux qui ont abouti à un cinquième renvoi à la Direction de l'application de la loi.

Notre réponse d'ordre réglementaire aux conclusions de la troisième étape

À partir de nos conclusions aux étapes deux et trois, nous avons déterminé les mesures appropriées qu'il convenait de prendre sur le plan réglementaire. Nous avons mentionné tout au long de l'examen qu'une fois que la troisième étape serait terminée, nous prendrions des mesures d'ordre réglementaire, y compris des procédures d'application de la loi, au besoin, afin de renforcer la confiance des investisseurs à l'égard du secteur des fonds mutuels.

En déterminant les mesures qui s'imposaient, nous avons tenu compte du mandat de la Commission qui est de faire observer la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario), de protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, irrégulières ou frauduleuses et de favoriser des marchés financiers justes et efficaces et la confiance en ceux-ci[6]. Des mesure d'application de la loi peuvent être prises en vertu de l'article 127 de la *Loi* afin d'aider la Commission à s'acquitter de ce mandat. Les pouvoirs de la Commission dans le cadre de ces instances n'ont pas un caractère correctif ou punitif, mais bien protecteur et préventif, et doivent être exercés dans le but de protéger les marchés financiers ontariens contre tout tort semblable à l'avenir[7].

En tenant compte du mandat de la Commission et afin de déterminer quelles mesures d'ordre réglementaire devraient être prises, nous avons analysé les facteurs suivants conjointement, sans que l'un se voit accorder une importance prépondérante :

- le volume et la fréquence des activités fréquentes de répartition des titres en fonction du nombre d'opérations aller-retour et de la valeur totale des rachats;
- la durée des activités fréquentes de répartition des titres en fonction du nombre de mois pendant lesquels les opérations ont été tolérées;
- l'importance des profits réalisés par les personnes pratiquant la répartition des titres;

---

[6] *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.O. 1990, chap. S.5, art. 1.1

[7] Dans l'affaire du *Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Asbestos Limitée c. Ontario (Commission des valeurs mobilières)* [2001] 2 R.C.S. 132.

- l'existence d'ententes et les types d'ententes, le cas échéant, conclues avec les personnes pratiquant la répartition des titres;
- la mesure dans laquelle le gestionnaire de fonds mutuels a perçu des frais de gestion après avoir autorisé ce type d'opération.

Selon notre analyse, ces facteurs pris collectivement se retrouvaient surtout dans les cinq cas renvoyés à la Direction de l'application de la loi. Dans ces cas, les gestionnaires de fonds ont omis d'adopter les mesures qui s'imposaient pour protéger complètement les fonds contre tous les coûts résultant des activités fréquentes de répartition des titres. Nous avons constaté que le défaut de ces cinq gestionnaires de fonds de protéger complètement les intérêts des fonds visés par les personnes pratiquant la répartition des titres était contraire à l'intérêt public et justifiait un examen par la CVMO.

Gestionnaires de fonds soumis à des mesures d'application de la loi
Dans le but d'indemniser les investisseurs qui ont subi un tort par suite des activités fréquentes de répartition des titres dans les fonds visés, nous avons conclu des règlements à l'amiable avec chacun des cinq gestionnaires de fonds qui entraîneront le versement par ces derniers d'une somme de 205,6 millions de dollars aux investisseurs touchés détenant des titres dans ces fonds.

Les cinq gestionnaires de fonds distribueront les montants prévus aux investisseurs touchés sous la supervision d'un conseiller indépendant, conformément à un plan de distribution qui sera approuvé par la CVMO. Les gestionnaires de fonds seront responsables de l'ensemble des coûts d'établissement et de mise en œuvre du plan de distribution et des coûts de distribution des montants visés. En outre, les gestionnaires de fonds devront s'assurer que les investisseurs responsables des activités fréquentes de répartition des titres ne reçoivent aucune indemnisation.

Afin de nous aider à déterminer les montants qui devaient être remis aux investisseurs, nous avons pris connaissance de publications universitaires et autres concernant les méthodologies de quantification des dommages subis par les investisseurs par suite d'activités fréquentes de répartition des titres. Nous nous sommes inspirés de l'expérience des États-Unis de même que des avis d'experts internes et externes. Pendant les longues négociations entre la CVMO et les cinq gestionnaires de fonds, diverses méthodes de quantification des dommages subis par les investisseurs ont fait l'objet d'examens, de discussions et d'évaluations. Finalement, les paiements résultant de l'entente représentaient une quantification théorique du tort causé aux fonds visés et aux détenteurs de titres de ces fonds résultant des activités fréquentes de répartition des titres.

Les paiements effectués par les cinq gestionnaires de fonds ne correspondaient pas au profit réalisé par les personnes ayant pratiqué la répartition des titres. Cet écart s'explique par le fait qu'une partie seulement des profits réalisés par ces personnes provenait d'activités fréquentes de répartition des titres et que le profit réalisé par ces personnes ne correspondait pas au tort subi par les autres investisseurs dans les fonds visés. De plus, en fixant les montants qui devaient être payés par les gestionnaires de fonds, nous avons tenu compte du fait que les gestionnaires de fonds eux-mêmes n'avaient pas été les principaux bénéficiaires de ces opérations irrégulières. Ils ont certes tiré des honoraires de gestion des placements réalisés par les personnes pratiquant la répartition des titres dans les fonds, mais ces honoraires étaient relativement minimes comparativement aux profits réalisés par les investisseurs en question. Ils

étaient encore moins importants après la prise en compte des frais administratifs versés aux courtiers canadiens et des autres dépenses.

Même si les cinq gestionnaires de fonds ont tiré des montants relativement modestes des activités fréquentes de répartition des titres, comparativement aux profits réalisés par les personnes se livrant à ce genre d'opération, les gestionnaires de fonds ont accepté de remettre aux investisseurs des montants en moyenne 40 fois supérieurs aux frais de gestion nets qu'ils avaient encaissés.

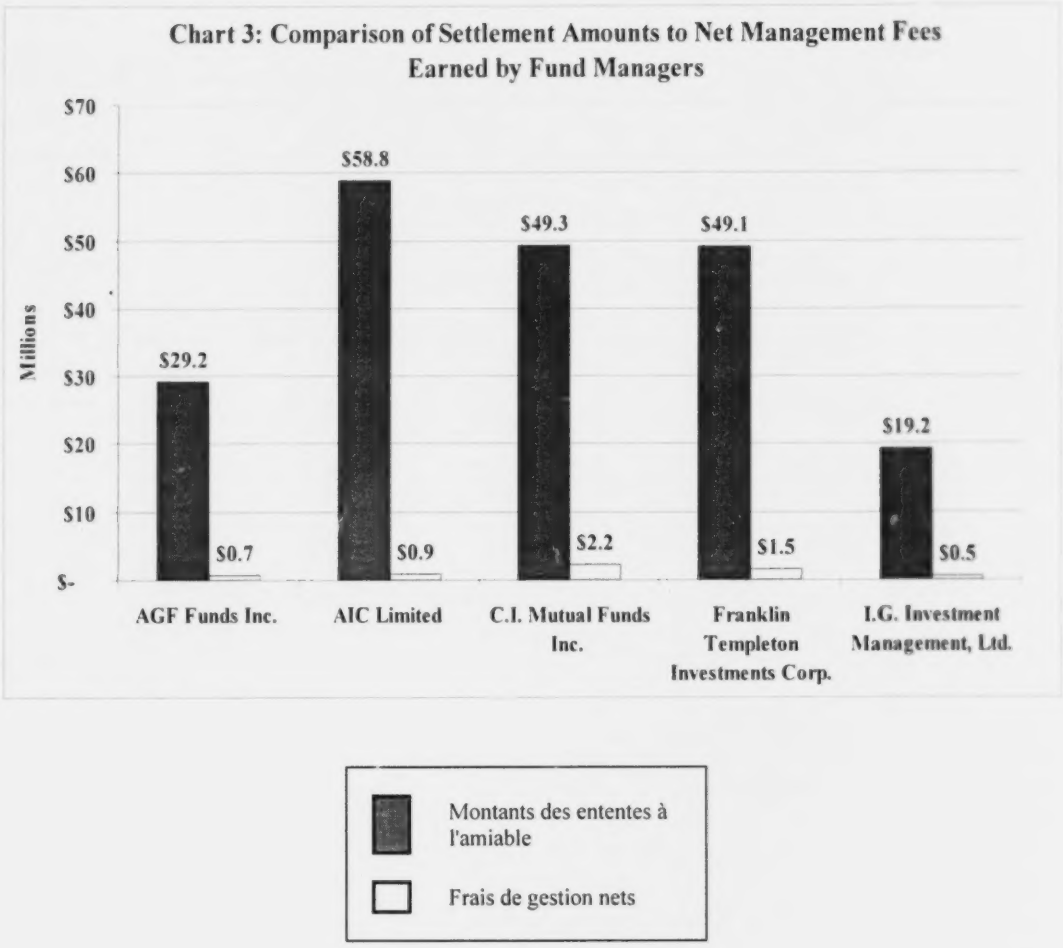
Le graphique 3 montre l'importance des montants versés par chacun des cinq gestionnaires de fonds comparativement aux sommes qu'ils ont gagnées en honoraires de gestion (après soustraction des frais administratifs versés aux courtiers canadiens et des autres dépenses) à partir des investissements dans ces fonds par les personnes pratiquant la répartition des titres. Nous sommes convaincus que ces paiements, combinés aux dommages à la réputation déjà subis par les cinq gestionnaires en cause, dissuaderont tous les gestionnaires de fonds de se livrer à des comportements qui pourraient nuire aux personnes investissant dans les fonds.

On pourra trouver les données détaillées concernant les ententes à l'amiable conclues avec les gestionnaires de fonds sur le site Web de la CVMO au moyen des liens suivants :
http://www.osc.gov.on.ca/About/NewsReleases/2004/nr_20041216_osc-mf-settlements.jsp
http://www.osc.gov.on.ca/About/NewsReleases/2005/nr_20050303_osc-mf-settlements.jsp

Activités des personnes pratiquant la répartition des titres
Nos reproches contre les cinq gestionnaires de fonds dont le dossier a été renvoyé à la Direction de l'application de la loi étaient fondés sur le défaut de protéger pleinement les intérêts véritables des fonds touchés. Ces gestionnaires de fonds avaient le devoir de se préoccuper des répercussions potentiellement nocives des activités fréquentes de répartition des titres sur certains fonds et les personnes y ayant investi et de prendre des mesures raisonnables afin de protéger les fonds contre les dommages qu'ils pouvaient subir, tout comme une personne raisonnablement prudente l'aurait fait dans les circonstances. Par contre, la personne qui investit dans un fonds, y compris celle qui pratique la répartition des titres, n'assume aucun devoir de prudence à l'égard du fonds dans lequel elle investit ou des autres investisseurs de ce fonds.

De plus, par le biais des ententes à l'amiable, nous avons été en mesure de redonner aux investisseurs touchés les montants qu'ils avaient perdus par suite des activités des personnes effectuant des opérations de répartition des titres.

C'est pourquoi nous n'avons pas engagé de poursuites contre les investisseurs ayant pratiqué la répartition des titres.



Gestionnaires de fonds non soumis à des mesures d'application de la loi
Comme l'indique le tableau 1, nous avons constaté l'existence d'un certain volume d'activités fréquentes de répartition des titres dans certains fonds gérés par quelques-uns des 15 gestionnaires de fonds dont le dossier n'a pas été renvoyé à la Direction de l'application de la loi. Cependant, aucun des facteurs indiquant la présence d'un risque de dommage aux investisseurs n'était présent de façon importante. De plus, notre examen des autres facteurs pertinents nous a amenés à conclure que ces gestionnaires de fonds avaient pris des mesures raisonnables pour déterminer et prévenir le tort que pouvaient subir leurs fonds et leurs investisseurs. Par conséquent, comme le montre le graphique 2, les répercussions des activités fréquentes de répartition des titres pour les investisseurs de ces fonds ont été jugées relativement minimes.

Nous sommes convaincus que l'inspection sur les lieux des systèmes et contrôles de ces gestionnaires par des équipes conjointes des Directions de l'observation des mesures législatives

et de l'application de la loi, de même que les procédures potentielles d'application de la loi qui auraient pu suivre cet examen, les ont dissuadés de tolérer des comportements futurs qui pourraient nuire aux personnes investissant dans leurs fonds.

Pratiques exemplaires suggérées et politiques proposées

Directive en matière de pratiques exemplaires

Comme nous l'avons affirmé dès le départ, un gestionnaire de fonds mutuels doit, en vertu du droit ontarien des valeurs mobilières, exercer les pouvoirs et s'acquitter des fonctions de son poste avec honnêteté, bonne foi et au mieux des intérêts du fonds mutuel, avec la prudence, la diligence et la compétence dont ferait preuve une personne d'une prudence raisonnable placée dans des circonstances semblables. Il incombe à un gestionnaire de fonds d'adopter des politiques, des procédures et d'autres mécanismes en vue de contrôler les opérations risquant de se révéler préjudiciables pour ses fonds ou de les perturber et de prendre des mesures raisonnables afin de protéger les fonds.

En effectuant l'examen, nous avions aussi comme objectif d'en savoir plus au sujet des politiques et méthodes qu'utilisent les gestionnaires de fonds pour surveiller, déceler et décourager les activités fréquentes de répartition des titres et les opérations tardives et, au moyen de cette information, de suggérer des pratiques exemplaires visant à résoudre les problèmes soulevés par ce type d'activités. Les réponses reçues et l'information recueillie de la première étape à la troisième nous ont toutes permis d'atteindre cet objectif.

Nous avons constaté que de nombreux gestionnaires de fonds avaient adopté des politiques et méthodes visant à déceler et à décourager les opérations à court terme ou les activités fréquentes de répartition des titres. Ces politiques et méthodes avaient été mises en œuvre peu de temps auparavant ou, lorsqu'elles existaient déjà, étaient améliorées par suite de l'examen de ces pratiques par les organismes de réglementation et les médias.

Nous avons remarqué que les politiques et méthodes adoptées par les gestionnaires de fonds afin de prévenir les opérations tardives étaient plus développées que celles concernant les opérations à court terme. Aucune opération tardive n'a été décelée par le personnel de la CVMO pendant l'examen, ce qui donne à penser que les politiques et méthodes sont généralement satisfaisantes et que le recours prédominant à FundSERV au Canada réduit considérablement la probabilité que surviennent des opérations tardives.

On trouvera à l'annexe I les pratiques exemplaires que nous suggérons afin d'aider, à court terme, les gestionnaires de fonds à améliorer leurs pratiques actuelles et à renforcer leurs moyens de se conformer à la loi. Dans un proche avenir, nous examinerons un certain nombre d'initiatives en matière de politiques visant de façon générale à renforcer la conformité globale et, plus précisément, à faire en sorte que les activités de répartition des titres ne se reproduisent plus.

Les pratiques exemplaires suggérées n'ont pas la prétention de constituer une liste exhaustive des contrôles et des méthodes qui pourraient être adoptés par les gestionnaires de fonds afin d'atténuer le risque d'activités fréquentes de répartition des titres ou d'opérations tardives. Chaque gestionnaire de fonds doit, dans la mise en œuvre de politiques et méthodes adéquates et pertinentes à l'égard de ses fonds, voir ses activités commerciales et son devoir fiduciaire à la lumière de l'article 116 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario.

Politiques proposées

Notre évaluation des politiques appropriées à adopter par suite de l'examen des pratiques commerciales relatives aux fonds mutuels en ce qui concerne les opérations tardives et les activités fréquentes de répartition des titres a été tributaire de l'information que nous avons recueillie tout au long de l'examen et de notre compréhension des initiatives de nature réglementaire prises dans d'autres territoires de compétence en réaction aux activités de répartition des titres. L'annexe II résume les mesures prises par les autres organismes de réglementation.

Nous commençons à consulter les parties intéressées à l'égard d'initiatives qui, à notre avis, permettront de renforcer, de façon générale, l'observance de la loi et, plus précisément, de décourager les activités fréquentes de répartition des titres, à savoir :

- exiger que tous les gestionnaires de fonds adoptent un programme de conformité à la loi;
- imposer des frais obligatoires sur les opérations à court terme;
- déterminer le prix des titres des portefeuilles à leur juste valeur;
- imposer une augmentation de l'information fournie dans les prospectus.

Règle sur les programmes de conformité à la loi

Nous songeons à adopter une règle selon laquelle tous les gestionnaires de fonds seraient tenus de mettre en œuvre un programme efficace de conformité à la loi comprenant des politiques et méthodes écrites conçues pour permettre de façon raisonnable la prévention des infractions à la législation sur les valeurs mobilières de la part d'un fonds de placement et de ses fournisseurs de services[8]. Le programme de conformité à la loi devrait plus particulièrement porter spécifiquement sur la façon dont les fonds surveilleront, décèleront et décourageront les opérations irrégulières.

Notre objectif est de renforcer par cette règle le contexte de conformité à la loi afin d'éviter d'autres pratiques qui pourraient être préjudiciables aux personnes investissant dans les fonds.

À notre avis, ce type de règle renforcerait l'accent placé sur la conformité et aiderait les gestionnaires de fonds à satisfaire à leur obligation fiduciaire d'agir au mieux des intérêts de leurs fonds et de protéger ceux de tous les détenteurs de titres. En clarifiant les obligations des gestionnaires de fonds en matière de conformité à la loi, la règle améliorerait la capacité des gestionnaires de fonds et du personnel responsable de la conformité de faire respecter la loi au moyen de leurs politiques et méthodes. Nous avons comme objectif de faire en sorte que la règle soit suffisamment souple pour que les gestionnaires de fonds élaborent des programmes de conformité à la loi adaptés à leur propre modèle d'entreprise et à leurs besoins particuliers.

Enfin, la règle viendrait compléter le programme d'examen de la CVMO qui vise les gestionnaires de fonds et les conseillers en placement, ce qui améliorerait notre capacité de protéger les investisseurs.

Frais obligatoires sur les opérations à court terme

---

[8] Toutes les personnes et compagnies inscrites sont actuellement tenues d'avoir adopté des politiques et méthodes écrites appropriées visant la conformité à la législation sur les valeurs mobilières. La règle envisagée s'appliquerait principalement aux gestionnaires de fonds.

Nous avons examiné plusieurs mesures afin de nous assurer que les activités fréquentes de répartition des titres ne se reproduisent pas dans les fonds canadiens. Nous estimions au départ que la meilleure façon de nous protéger contre ces pratiques devrait prendre la forme d'un bouquet de mesures.

Nous examinons la possibilité d'adopter une exigence selon laquelle tous les rachats ou transferts effectués à l'intérieur d'un nombre donné de jours suivant l'achat de titres de fonds seraient soumis à des frais obligatoires sur les opérations à court terme qui seraient payés au fonds. Comme c'est le cas pour les règles proposées dans d'autres territoires de compétence, la règle permettrait un nombre minime de rachats et de transferts en deçà duquel aucuns frais ne seraient perçus. La règle pourrait aussi exempter certains types de fonds de ces frais, par exemple des fonds dont, par définition, les titres font l'objet d'opérations fréquentes, comme ceux du marché monétaire. De plus, les frais pourraient être annulés dans des cas où la personne visée se trouverait dans une situation financière difficile ou dans des circonstances inhabituelles, pour faire en sorte que ses besoins légitimes puissent être comblés.

Voici certains aspects que nous évaluons à l'égard de cette proposition :

- faire en sorte que les frais soient suffisamment élevés pour compenser l'effet de dilution sur le fonds des opérations à court terme et décourager les personnes tentées de pratiquer la répartition des titres, afin de protéger les intérêts des investisseurs à long terme;
- faire en sorte que la période d'opérations à court terme à laquelle les frais s'appliqueraient permette vraiment d'englober les opérations qui pourraient être nuisibles pour le fonds;
- permettre des exemptions à l'imposition des frais obligatoires de façon à éviter d'imposer injustement des frais à des investisseurs qui pourraient avoir légitimement besoin de leur argent.

Comme nous l'avons souligné précédemment, nous estimons que cette exigence pourrait devoir être mise en œuvre de concert avec une autre politique concernant la juste évaluation des titres des portefeuilles des fonds. En effet, les frais obligatoires sur les opérations à court terme, pris isolément, pourraient ne pas être suffisants pour empêcher les pratiques nuisibles. Ils pourraient aussi donner l'impression que le gestionnaire de fonds est déchargé de sa responsabilité globale qui consiste à faire en sorte que ces pratiques ne se produisent pas dans ses fonds en appliquant d'autres mesures.

Évaluation du prix à la juste valeur
Nous songeons aussi à la possibilité d'adopter une exigence selon laquelle il faudrait qu'un fonds mutuel évalue la juste valeur des titres dans son portefeuille lorsque des événements importants qui pourraient influer sur les cours se produisent, avant que soit calculée la valeur liquidative du fonds. Cette règle pourrait être adoptée de concert avec l'exigence de l'imposition de frais obligatoires sur les opérations à court terme.

L'établissement du prix à la juste valeur aurait comme principal avantage de réduire potentiellement les écarts de prix que les personnes qui pratiquent la répartition des titres cherchent à exploiter, ce qui pourrait limiter (sinon éliminer) les occasions d'arbitrage des cours périmés.

Cependant, nous reconnaissons que l'établissement du prix à la juste valeur est un processus qui comprend certains éléments subjectifs. Afin de définir une règle dans ce domaine, il est essentiel que nous comprenions les méthodes d'évaluation de la juste valeur actuellement utilisées par certains gestionnaires de fonds, à l'interne ou par l'intermédiaire de tiers fournisseurs de services. Nous sommes aussi conscients que l'adoption et la mise en œuvre d'un programme d'établissement du prix à la juste valeur entraîneront des coûts que les fonds pourraient avoir à assumer. Nous devons examiner avec soin ces répercussions sur les coûts et les évaluer en fonction des avantages de l'évaluation au juste prix.

Augmentation de l'information fournie dans les prospectus

Nous estimons aussi que la règle sur l'information divulguée dans les prospectus, contenue dans le Règlement 81-101, devrait être modifiée afin d'exiger l'ajout d'information supplémentaire relative à de nouvelles règles ou à de nouvelles exigences. Par exemple, il faudrait que le prospectus expose en détail le programme de conformité à la loi d'un gestionnaire de fonds, les frais s'appliquant aux opérations à court terme et les politiques d'établissement des prix à la juste valeur.

Conclusion

L'examen portant sur les opérations tardives et les activités fréquentes de répartition des titres a pris fin en décembre 2004 après une évaluation intensive, étalée sur un an, du secteur des fonds mutuels menée par plusieurs directions de la Commission, en collaboration avec les organismes d'autoréglementation et les Autorités canadiennes en valeurs mobilières.

Nous avons souligné au début de l'examen que nous estimions de notre devoir de recueillir tous les faits et, ensuite, d'agir en conséquence. La collecte et l'analyse de l'information en trois étapes nous ont permis d'établir un portrait précis des pratiques qui avaient cours dans les fonds pendant les périodes à l'étude. Nous avons ainsi eu une bonne idée des mesures existantes et, dans bien des cas, appliquées pour déceler et décourager les pratiques qui pouvaient être préjudiciables pour les fonds. Elle nous a aussi permis de constater que certains fonds avaient subi des torts considérables; nous avons alors pris les mesures nécessaires pour y remédier.

Globalement, nous croyons que cet examen devrait avoir pour effet de restaurer la confiance des investisseurs à l'égard du secteur des fonds mutuels. Par suite des ententes à l'amiable conclues avec cinq gestionnaires de fonds, une somme de 205,6 millions de dollars a été versée aux investisseurs qui avaient subi des préjudices par suite des activités fréquentes de répartition des titres. Nous avons atteint un juste équilibre dans ces affaires, car les ententes devraient avoir un effet suffisamment dissuasif pour empêcher que des préjudices semblables soient infligés aux fonds à l'avenir tout en corrigeant ceux qu'ont subis les investisseurs touchés.

À notre avis, l'examen a aussi favorisé chez les gestionnaires de fonds l'éclosion d'une mentalité, davantage axée sur la conformité à la loi. L'examen approfondi des pratiques du secteur au moyen des questionnaires initiaux, l'analyse des données et les inspections sur place nous ont permis de mieux comprendre les processus de conformité à la loi chez les gestionnaires de fonds et leur culture générale en cette matière.

L'information recueillie tout au long de cette initiative de même que notre compréhension des facteurs qui ont contribué à l'avènement de pratiques fréquentes de répartition des titres que nous jugions préoccupantes seront très précieuses sur le plan de l'élaboration des politiques. Nous pouvons nous appuyer sur cette compréhension afin d'élaborer des politiques qui renforceront la culture de conformité à la loi chez les gestionnaires de fonds et amélioreront la protection des investisseurs de même que leur confiance à l'égard du secteur.

Enfin, même si l'examen a pu susciter une attention non souhaitée à l'égard du secteur des fonds mutuels, nous espérons que ce dernier utilisera ce regain d'intérêt afin de démontrer son engagement à défendre les intérêts des investisseurs. Avant que de nouvelles politiques conçues pour améliorer la protection des investisseurs soient mises en œuvre, nous nous attendons à ce que les gestionnaires de fonds prennent dès maintenant des mesures pour éviter que les activités fréquentes de répartition des titres et tout autre comportement pouvant nuire aux investisseurs ne se reproduisent pas. Pour ce faire, ils devraient notamment renforcer leur rôle de fiduciaire et s'engager de nouveau à faire en sorte de placer les intérêts des investisseurs devant les leurs. C'est ce que les gestionnaires de fonds devraient mettre en pratique en tant que fiduciaires et ce à quoi les investisseurs sont en droit d'exiger d'eux.

Annexe I : Pratiques exemplaires suggérées

		Pratiques exemplaires
Opérations à court terme	**Rôle de la haute direction** La haute direction du gestionnaire de fonds est responsable du service général de conformité à la loi. Par conséquent, la haute direction devrait participer à l'élaboration et à la mise en œuvre des politiques et méthodes.	La haute direction devrait participer à l'élaboration et à la mise en œuvre des politiques et méthodes comme suit : ➢ approuver les politiques et méthodes relatives aux opérations à court terme, aux activités fréquentes de répartition des titres et aux autres opérations préjudiciables; ➢ déléguer les responsabilités au personnel et (ou) aux équipes opérationnelles compétents afin d'assurer l'administration des politiques et méthodes; ➢ communiquer les politiques et méthodes à l'ensemble des employés, des dirigeants et des administrateurs du gestionnaire de fonds; ➢ créer une structure efficace et rapide d'établissement de rapports en mesure de régler les problèmes de conformité à la loi liés aux politiques et méthodes; ➢ définir et imposer des pénalités en cas de non-respect des politiques et méthodes; ➢ s'assurer que les politiques et méthodes sont revues périodiquement (au moins une fois par année) et révisées au besoin.

	Politiques et méthodes écrites Chaque gestionnaire de fonds devrait élaborer et faire respecter des politiques et méthodes écrites en matière de relations avec les investisseurs qui sont conformes aux pratiques commerciales prudentes. Les politiques et méthodes devraient être suffisamment détaillées, mises à jour périodiquement et mises à la disposition de tout le personnel visé. De plus, les exigences réglementaires pertinentes devraient figurer dans les politiques et méthodes. L'existence de politiques et méthodes écrites favorise l'instauration d'un environnement propice à la conformité à la loi.	Les éléments suivants devraient être incorporés dans les politiques et méthodes écrites : *Généralités* Les politiques et méthodes des fonds devraient comprendre des exemples d'opérations à court terme et (ou) d'activités fréquentes de répartition des titres et énumérer les critères utilisés afin de déterminer si des opérations correspondent à la définition d'opérations à court terme ou de répartition des titres (par exemple, le nombre de substitutions par mois, le nombre de jours entre les opérations et les types de fonds visés par les opérations). *Moyens de surveillance* Il faudrait élaborer et consigner des politiques et méthodes de surveillance afin de déceler les opérations à court terme et les autres types d'opérations suspectes à l'intérieur des comptes des investisseurs, notamment : ➢ montants repères permettant de suivre les opérations; ➢ périodes à l'intérieur desquelles les opérations devraient faire l'objet d'une surveillance; ➢ liste, mise à jour périodiquement, de fonds mutuels susceptibles d'être visés par des activités fréquentes de répartition des titres et qui, par conséquent, devraient faire l'objet d'une surveillance; les fonds qui ont d'importants avoirs en titres qui s'échangent sur les marchés mondiaux ou internationaux doivent être inclus; ➢ identité des personnes ou des équipes opérationnelles chargées de la surveillance; ➢ types de rapports produits sur une base quotidienne, hebdomadaire et (ou) mensuelle afin de recenser les comptes faisant l'objet d'opérations à court terme et les personnes chargées de leur examen; ➢ utilisation de listes de surveillance ou d'indicateurs afin de surveiller les opérations futures des clients jugés susceptibles de se livrer à des opérations à court terme irrégulières; ➢ procédures permettant de soumettre aux personnes disposant des pouvoirs de décision nécessaires les clients effectuant des opérations à court terme. *Communication avec les personnes pratiquant la répartition des titres* Il faudrait élaborer des politiques et méthodes concernant les communications avec les personnes pratiquant la répartition des titres, y compris les aspects suivants : ➢ forme de communication avec les personnes pratiquant la répartition des titres et les courtiers lorsqu'il est établi que des comptes font l'objet d'activités fréquentes de répartition fréquentes des titres, comme des lettres; ➢ divulgation des conséquences des activités fréquentes de répartition des titres comme l'imposition de frais, les lettres d'avertissement ou les restrictions imposées aux activités dans le compte.
Opérations à court terme		**Pratiques exemplaires**
		Relations avec les personnes pratiquant la répartition des titres Il faudrait élaborer des politiques et méthodes pour traiter avec les personnes pratiquant la répartition des titres, notamment : ➢ méthodes concernant l'imposition de frais sur les opérations à court terme, le cas échéant; ➢ examen permanent des comptes ayant déjà fait l'objet d'activités de répartition des titres afin de déterminer si les opérations irrégulières ont cessé; ➢ méthodes concernant la fermeture de comptes ou l'imposition de restrictions sur les opérations futures ou application d'autres sanctions; ➢ méthodes permettant de déceler les autres comptes détenus dans la même famille de fonds par des personnes pratiquant la répartition des titres.

	Information fournie dans les prospectus L'information donnée dans les prospectus de fonds mutuels est régie par le Règlement 81-101 qui exige que toute l'information soit présentée en termes clairs et lisibles, dans un format compréhensible. Les gestionnaires de fonds doivent s'assurer que cette information décrit correctement les politiques relatives aux opérations à court terme. Les gestionnaires de fonds doivent réviser l'information qu'ils divulguent dans les prospectus à ce sujet et s'assurer qu'elle est modifiée, au besoin, afin de tenir compte des pratiques actuelles.	L'information suivante devrait être incorporée dans les prospectus : ➢ position du gestionnaire de fonds sur les opérations à court terme et son champ d'application (partie ou ensemble des fonds offerts par le gestionnaire); ➢ critères s'appliquant aux opérations ou aux substitutions à court terme, y compris le nombre de jours écoulés entre l'achat ou la substitution à l'entrée dans le compte et le rachat ou la substitution à la sortie pour que l'on puisse parler d'une opération à court terme; ➢ pénalités s'appliquant aux opérations à court terme – par exemple, frais imposés aux opérations à court terme ou restrictions s'appliquant au compte; ➢ définition du caractère obligatoire ou discrétionnaire des pénalités. Dans le cas des pénalités laissées à la discrétion du gestionnaire de fonds, description des circonstances dans lesquelles ces pénalités seront annulées ou imposées.
	Surveillance et examen permanents des opérations à court terme Comme nous l'avons mentionné dans la section sur les politiques et méthodes écrites ci-dessus, des moyens de surveillance doivent être élaborés afin de déceler les opérations à court terme afin	Voici quelques suggestions permettant d'effectuer une surveillance efficace : ➢ produire des rapports informatisés contenant de l'information précise tirée du système d'agent des transferts qui signaleront les activités fréquentes potentielles de répartition des titres. L'information peut être produite selon les critères suivants : montant repère déterminé à l'avance, nombre d'opérations à l'intérieur d'une période donnée, période de détention des titres visés par les opérations et (ou) fonds visés par les opérations (en accordant une attention particulière aux fonds mondiaux et internationaux); ➢ les rapports devraient contenir des renseignements utiles précis, comme le nom du courtier et celui de l'investisseur, la valeur des opérations, la période de détention des titres et les noms des fonds visés par les opérations; ➢ les rapports devraient être examinés par un groupe ou une personne investi de cette fonction et cet examen devrait être attesté par écrit;
		Pratiques exemplaires

	que des mesures pertinentes soient prises afin de faire cesser l'activité et d'éviter qu'elle se reproduise. Pour que la surveillance soit efficace, elle devrait être effectuée en temps opportun et permettre d'obtenir de l'information utile.	➢ les comptes qui pourraient être visés par des activités de répartition des titres devraient faire l'objet d'une analyse plus approfondie afin de déterminer si les opérations sont raisonnables. Pour ce faire, on pourrait notamment examiner l'historique des opérations de l'investisseur et des comptes en question. L'examen devrait être effectué rapidement et le plus près possible de la date de l'opération. On pourrait élaborer des directives internes exposant les délais relatifs au suivi; ➢ il faudrait élaborer des critères et des outils de décision afin d'évaluer les différences entre les opérations régulières et les opérations irrégulières. Les opérations régulières pourraient comprendre celles qui sont exécutées à des fins de rééquilibrage d'un compte, par suite de l'exercice d'un droit de résolution, qui font partie d'un service de répartition des actifs et qui étaient justifiées par des besoins légitimes de liquidités dans des situations imprévues; ➢ si on soupçonne encore l'existence d'activités fréquentes de répartition des titres, il faudrait que le gestionnaire des fonds accole un indicateur au compte, le place sur une liste de surveillance ou le signale d'une autre façon afin qu'il fasse l'objet d'une surveillance continue et, au besoin, de sanctions; ➢ les comptes visés par un indicateur devraient faire l'objet d'un traitement rapide et soumis au palier de décision compétent; ➢ selon les pratiques du gestionnaire de fonds et conformément à l'information contenue dans ses prospectus, le gestionnaire pourrait envoyer des lettres d'avertissement, imposer des frais sur les opérations à court terme ou empêcher le client d'effectuer des achats dans des fonds donnés; ➢ les fonds visés par un indicateur devraient faire l'objet d'une surveillance continue afin de s'assurer qu'ils ont été rachetés entièrement et fermés ou, s'ils sont encore ouverts, qu'ils ne figurent pas de nouveau dans les rapports concernant les opérations à court terme. Si c'est le cas, des mesures plus sévères peuvent se révéler nécessaires, comme le gel ou la fermeture du compte ou l'imposition de frais supplémentaires.

	Mesures de suivi En plus des méthodes de surveillance mises en œuvre par un gestionnaire de fonds, il pourrait y avoir des cas où un suivi doit être effectué auprès du courtier ou de l'investisseur. Des communications claires avec les courtiers et les investisseurs au sujet de la position du gestionnaire de fonds concernant les activités fréquentes de répartition des titres réduiront au minimum la survenance de ce type d'activités dans les fonds.	*Voici les pratiques suggérées :* ➢ communiquer avec le courtier lorsqu'il a été établi que des opérations irrégulières ont été enregistrées dans des comptes; ➢ recueillir de l'information supplémentaire au sujet de l'opération, au besoin, afin de déterminer si des sanctions s'imposent; ➢ conseiller au courtier de discuter avec le client de l'opération et de ses répercussions potentielles; ➢ passer en revue les autres comptes des clients desservis par le courtier afin de s'assurer qu'il n'y a pas d'opérations irrégulières semblables; ➢ l'ensemble de la correspondance avec les courtiers et les clients devrait être examinée et classée correctement; ➢ le cas échéant, les frais imposés doivent l'être de façon appropriée et constante pour l'ensemble des comptes répondant aux critères du gestionnaire de fonds s'appliquant aux opérations à court terme; ➢ l'ensemble des frais, calculés manuellement ou automatiquement par le système, devraient être examinés et approuvés afin de garantir qu'ils sont établis au bon montant et qu'ils sont appliqués aux fonds pertinents; ➢ il faudrait fournir régulièrement à la haute direction des relevés des opérations irrégulières et des mesures prises.
Opérations à court terme		**Pratiques exemplaires**
	Vérification interne Les gestionnaires de fonds disposant d'une fonction de vérification interne trouvent là un moyen efficace de vérifier le respect des politiques et méthodes écrites.	La vérification interne peut déterminer le respect des normes du gestionnaire de fonds s'appliquant aux opérations à court terme en les comparant aux opérations réelles sur valeurs. Ces vérifications peuvent mettre en évidence des domaines où il faut améliorer les contrôles ou en élaborer. Toutes les conclusions doivent être soumises à l'attention de la haute direction qui devrait faire en sorte que toutes les mesures correctives nécessaires soient prises rapidement.

Opérations tardives	Nombre des pratiques suggérées dans le contexte des opérations à court terme peuvent aussi s'appliquer aux opérations tardives, particulièrement celles qui touchent le rôle de la haute direction dans l'élaboration de politiques et méthodes.	Voici d'autres pratiques suggérées : ➢ tous les employés participant au traitement des opérations devraient bien comprendre les politiques et méthodes de même que les exigences réglementaires, y compris celles qui figurent dans les parties 9 et 10 du Règlement 81-102; ➢ les opérations reçues pour traitement manuel, notamment par courrier, par télécopieur ou par messager, devraient être estampillées (avec indication de la date et de l'heure) dès la réception au bureau de réception des ordres; ➢ les mécanismes utilisés pour estampiller la date et l'heure devraient être protégés par des contrôles de sorte que seules les personnes autorisées puissent s'en servir et en modifier la date et l'heure; ➢ dans le cadre des contrôles de la qualité, il faudrait aussi déterminer si une opération traitée une certaine journée a bien été reçue avant l'heure de tombée; ➢ les systèmes d'imagerie comprenant des timbres horodateurs intégrés peuvent permettre de s'assurer que les opérations sont traitées le jour pertinent, au bon prix; ➢ si on utilise un tiers fournisseur de services, passer en revue le Rapport sur les mesures de protection et de contrôle internes (rapport selon la section 5900) afin de s'assurer qu'il n'y a pas de problème concernant le traitement des opérations; ➢ les vérificateurs internes et externes peuvent effectuer un examen des méthodes, en analysant notamment un échantillon d'opérations; ➢ s'assurer que l'information contenue dans les prospectus précise clairement l'heure de tombée des opérations et le fait que les ordres reçus après cette heure seront traités uniquement le lendemain; ➢ s'assurer que les documents à l'appui pertinents sont reçus et conservés en ce qui concerne les corrections d'erreurs et le traitement des opérations antidatées; ➢ s'assurer qu'un processus a été établi afin d'indemniser les fonds mutuels ou les investisseurs par suite d'un gain/d'une perte résultant d'opérations antidatées ou de corrections d'erreurs.

Annexe II : Sommaire de l'examen du secteur des fonds mutuels par les organismes de réglementation

Organisme de réglementation	État	Période visée par l'examen	Outils d'enquête	Champ d'application	Conclusions	Pénalités imposées aux personnes ou compagnies inscrites ou mesures exigées de celles-ci	Autres mesures prises par les organismes de réglementation
CVMO	Terminé	Au début, de janvier 2002 à décembre 2003	Questionnaires Analyse de données détaillées Inspections sur les lieux	105 gestionnaires de fonds 36 gestionnaires de fonds 20 gestionnaires de fonds	Pas d'opération tardive ni de répartition des titres	Les ententes à l'amiable conclues avec cinq gestionnaires de fonds ont entraîné le versement d'un montant total de 205,6 millions de dollars aux investisseurs lésés par des activités fréquentes de répartition des titres Les cinq gestionnaires de fonds devront assumer le coût de la distribution des fonds aux détenteurs de parts sous la supervision d'un consultant indépendant en vertu d'un plan approuvé au préalable par la CVMO	Proposition d'une nouvelle initiative en matière de politique visant à améliorer la conformité générale des fonds à la loi et à décourager les activités fréquentes de répartition des titres en exigeant que tous les gestionnaires de fonds élaborent un plan de conformité à la loi et envisagent des initiatives touchant l'imposition obligatoire de frais sur les opérations à court terme et l'obligation d'évaluer à leur juste valeur les titres des portefeuilles des fonds
FSA	Terminé	Janvier 2003 à septembre 2003	Questionnaire Inspections sur les lieux	31 gestionnaires de fonds 25 gestionnaires de fonds	Pas d'opération tardive ni de répartition des titres	Les gestionnaires de fonds doivent calculer les effets de la répartition des titres et indemniser les fonds. On estime le montant total à moins de 5 millions de livres	Adoption d'un ensemble de réformes de la réglementation des fonds au Royaume-Uni (CP 185). Ces réformes permettront de clarifier les mesures permettant de décourager les activités de répartition des titres. Des modifications ont été apportées aux règles qui fournissent une orientation sur l'utilisation du prix à la juste valeur.
SEC	En cours	Au début, de janvier 2001 à août 2003	Lettre demandant des renseignements complets Inspections sur les lieux	88 des plus grands groupes de fonds mutuels 34 courtiers Certains agents des transferts Un grand nombre des sociétés ci-dessus ont fait l'objet d'inspections sur les lieux	Des gestionnaires de fonds, des courtiers et d'autres ont été accusés officiellement d'abus sur opérations, y compris de répartition des titres et d'opérations tardives	Des arrangements ont été conclus avec des sociétés pour un total de plus de 3 milliards de dollars en restitution de fonds et en pénalités. Un mécanisme de distribution doit être établi par les entreprises afin d'indemniser les détenteurs de titres des pertes subies	Nouvelles règles proposées pour le secteur des fonds mutuels concernant les opérations tardives et la répartition des titres, y compris une règle imposant l'établissement de programmes de conformité à la loi pour les fonds et les gestionnaires de fonds. Des améliorations ont aussi été apportées aux règles concernant la gouvernance d'entreprise des fonds.
ACCOVAM	En cours	Janvier 2002 à décembre 2003	Questionnaires Inspections sur les lieux	Tous les membres	Pas d'opération tardive ni de répartition des titres	Arrangements conclus avec trois sociétés, pour un total de 41,4 millions de dollars Les trois sociétés sont tenues d'établir des comités internes qui examineront de quelle façon revenir et corriger les problèmes nouveaux	S.O.

Organisme de réglementation	État	Période visée par l'examen	Outils d'enquête	Champ d'application	Conclusions	Pénalités imposées aux personnes ou compagnies inscrites ou mesures exigées de celles-ci	Autres mesures prises par les organismes de réglementation
ACCFM	En cours	Janvier 2002 à décembre 2003	Questionnaires Inspections sur les lieux	Tous les membres	Pas d'opération tardive ni de répartition des titres	Un arrangement a été conclu avec une société: il porte sur un total de 5,35 millions de dollars. La société doit établir un mécanisme de distribution afin d'indemniser les investisseurs touchés par les activités de répartition des titres. La société doit adopter des procédures supplémentaires visant la présentation de rapports au CA sur le degré de conformité aux règles et règlements de l'ACCFM et à la législation applicable sur les valeurs mobilières.	Adoption de nouvelles règles à l'étude